“私募2.0时代”系列丛书

LP智库 倾力之作

私募股权LP

配置策略、投资实践与管理之道

路跃兵　杨幸鑫 著

PRIVATE EQUITY LP

STRATEGY, PRACTICE AND OPERATION

更优化的私募资产配置，更智慧的投资运营管理

中信出版集团

版权信息

书名:私募股权LP：配置策略、投资实践与管理之道

作者:路跃兵 杨幸鑫

ISBN:9787508670058

中信出版集团制作发行

推荐序

中国经济目前无疑处在一个重大转型时期。过去近30年，中国经济在大部分时间都保持两位数的增长率，这主要是依靠大量的资本投入，推动了基础设施建设、城镇化和工业化进程，人口红利带来的劳动力增长推动了较低层次的制造业和出口业务发展，通过市场换技术的战略引入了大量国外资本并消化吸收了大量国外技术。但由于以上发展模式消耗了中国过多的能源、资源和环境容量，如果继续实行此发展战略，中国经济在近期的高速增长必然不可持续。为此，中国经济转型、产业升级和企业竞争力提升成为未来中国经济发展的必修课。

为了改善当前中国的经济结构、产业结构、产品结构和技术结构，什么力量是最主要的？什么机制是能够发挥作用的？答案正是私募股权、风险投资和其他一级市场的参与者。从VC（风险投资）端到PE（私募股权）端的这股力量可以纠正今天的产业结构和产品结构的偏差，是去库存、去产能、调结构的主体力量。私募股权作为升级中国产业、带动企业创新的金融利器，必将在未来中国的金融生态体系中发挥重要作用。私募股权投资作为金融工具，不仅要服务于实体经济，更要创造实体经济，其创造出的实体经济是以创新的方法、改革的路径创造出有生命力和崭新未来的实体经济。中国要想在战略新兴产业中有突出的表现，并且能够真正按照市场化的逻辑把握住战略新兴产业的脉搏，必须依靠私募股权投资的促进。从最初的天使投资开始到VC、收益、PE再到并购，直到最后可以按照市值来交易，每一个环节每一天都在不断地用新的交易结构、新的交易方式来展现战略新兴产业的成长和发展。

作为整个私募股权投资生态系统的顶层，私募股权基金背后的投资人——有限合伙人（Limited Partners，LP），更是起到了引导私募股权市场良好发展和资本优化配置的重要作用。LP在资产配置、投资实践和管理运营等方面需要有长远的战略规划和有效的战术方针。LP不仅要掌握本土私募股权投资逻辑这棵“树木”，更要充分认识整个中国金融系统这片“森林”以及私募股权在推动中国经济转型、产业升级和企业创新的重要作用。在中国市场上的LP应仔细思考如何将私募股权投资运用得更加完善。考虑到私募股权投资本身就是市场性行为，私募股权投资通常只是涉及普通合伙人（General Partners，GP）、LP关系，在中国不仅民营LP之间可以产生相互关系，国有的LP也可以加入其中，持续注入基金份额，同时负责投后管理、确定回报收益并对退出的有效性进行分析，通过结构化基金投资实现互利共赢。

举例来说，全国社保基金作为中国本土最大的LP，始终是业内公认的高质量的机构LP。一方面，对于基金管理人本身来说，若能获得社保基金的投资，不仅可以获得长期、大量的资金，而且可以有力地提升基金管理人的影响力，对其以后的募资和投资带来积极影响。另一方面，社保基金通过把握市场机遇，与基金管理人一起获得私募股权投资资格，不仅推动了私募市场的发展，也给社保基金自身带来了可观的回报。未来，随着行政审批进一步下放或取消、负面清单制度建立，各个行业的创新发展速度将进一步提升。无论从基本养老制度还是从其他社会保障制度来看，基金化投资将来都会在其中发挥重要的作用。同时，基金化投资还会改变居民分散理财的方式，并改变市场散户较多的现状。而政府引导基金或政府部分出资，以混合方式建立新的基金进行投资，可以完善政府过去直接投资或补贴投资，使基金化投资获得更大空间。

在当前的投资环境下，有很多投资概念在中国的私募股权市场上应运而生，LP应该把握这些核心要素并助力实体经济的发展。例如，最近国家大力推出的“PPP模式”（Public-Private-Partnership），即公私

合作模式，鼓励私营企业、民营资本与政府进行合作，参与公共基础设施的建设。这不仅需要每一个投资实体把握PPP模式的脉搏，更需要大型的LP投资机构（尤其是政府投资机构）掌握PPP模式的核心理念。对于PPP模式而言，前两个P主要说明了社会资本的属性和来源，真正的核心是第三个P，即合伙思想、合伙制度和合伙架构，这当中最能体现合伙性质的恰好是私募股权投资。GP必须承担无限责任，这样才可以把LP的资金放在一起作为双层架构。另外，在PPP模式层面，如果合伙的性质可以带来无限责任承担，那么LP就必须识别出那些尽力尽责把无限责任发挥到最大限度的GP。这样一来，中国全社会的所有其他资本就会愿意在不同的交易结构中采纳PPP模式。

从国外成熟的LP发展来看，目前其传统的资产类别只占较小的比重，而另类资产的总占比已达75%以上。而在各种另类资产类别中，私募股权基金的投资方式占到了20%左右。其中很重要的原因是，另类资产投资的方法可以规避风险以实现多元化投资。反观国内，中国本土LP对于另类资产投资尤其是私募股权投资的比重依旧还较小，但在最近几年开始逐步提升。以社保基金为例，我国社会保障基金规模大约为1.2万亿元，相对于以全国养老基金方式积累和未来需求，这还远远不够。目前养老保险基金累计结余规模已达3万多亿元，如果其中可投资部分能够进行基金化管理和投资，而不只是投资于银行储蓄和国债，将给市场资金流和基金投资带来巨大的变化。目前，社保基金可以投资到私募股权的比例不超过总资本的20%，而已经投资仅约300亿元，占比约为2%。未来，全国委托的社保基金规模将再增加2万亿元，可以投资私募股权基金的规模将达到约5700亿元。

路跃兵先生和杨幸鑫先生所著的《私募股权LP》一书，开创性地系统研究了LP，详细地阐述了LP的“配置策略、投资实践和管理之道”3个主题。不仅专业地分析了LP的战略性资产配置、基金管理人团队的筛选和基金业绩的驱动因素，还全面介绍了国内外LP的投资经验，结合LP的团队建设和运营管理对中国LP未来的机会和策略提出了

建议，并辅以大量专题研究和投资案例。相信本书能让广大读者全面了解并前瞻性地思考中国LP的未来，并对那些致力于成为私募股权行业的专业机构投资者有所帮助。是为序。

全国社会保障基金理事会 副理事长

王忠民

第一篇 LP：私募股权基金背后的投资人

第一章 绪论

私募股权投资，是对未上市公司进行股权投资，通过所投企业上市或转让退出，获得高额资本回报的一种投资方式。从全球范围来看，私募股权投资起始于20世纪50年代，迅速崛起于70年代，并在90年代末开始兴起风险投资，而从21世纪初起至今以并购基金为主的私募股权投资逐渐发展成熟。在过去几十年里，私募股权已经发展成为具有规模的资产类别，并在全球并购交易总量中占1/4。全球的投资实践证明，私募股权投资的发展，对经济的增长起到了显著的推动作用。

中国的私募股权投资最早开始于1992年，并且在2008年以后得到迅速发展，尤其是2009年创业板推出之后，中国私募股权基金的数量，行业的募集规模、投资规模和退出规模都有了大幅提高。但在行业快速发展的背后，由于行业发展时间短，制度还不够完善，不规范的现象时有发生，同时行业的快速发展导致大量来自其他行业的非专业人员也纷纷设立私募股权投资机构，虽然很多基金管理人都取得了不错的投资回报，但在很大程度上是基于行业发展的投机性机会和中国资本市场过去几年的短暂性走高。未来，随着市场竞争的日趋激烈和资本市场的理性回归以及投机性机会逐渐减少，将越来越考验基金管理人的投资能力。

在这样的背景下，作为私募股权基金出资人的LP，选择什么样的私募股权基金来配置资产和进行投资决策就变得至关重要。如何配置LP自身在私募股权投资的资产、如何评价私募股权基金的投资能力并判断未来的投资业绩以及如何完善LP内部的决策机制和外部中介机构的使用并结合中国经济和产业的实际情况进行优化管理，成为LP最需迫切了解、也最为头痛的问题，这也正是本书接下来将一一探讨的问

题，希望通过本书的分析能够帮助LP更好地优化资产配置、提高投资决策效率、提升识别优秀基金的能力、增强内部管理和外包能力并促进中国私募股权市场的长期良好发展。

具体而言，本书共分为四篇十一章，主要围绕LP“配置策略、投资实践和管理之道”3个主题进行阐述。本书在每个章节都会列举大量投资案例和数据并以“扩展阅读”和“专题研究”的形式呈现给读者。

在本篇中，本书将介绍有关私募股权的基本概念，包括中国私募股权市场的发展历程、未来趋势和LP的发展现状，并详细分析私募股权投资生态系统中的各类角色（GP、LP、基金和顾问机构），同时以专题研究形式探讨GP与LP的利益对接和相处之道。此外，本篇还会介绍LP的投资成功要素和投资流程。

在第二篇中，本书将围绕LP的“配置策略”来分析，对比“赛道、骑手和马”的赛马成功三要素来逐一介绍LP在私募股权基金的战略性资产配置（包括基金类型、地域覆盖和行业配置）、基金管理人团队考察和单只基金业绩驱动因素识别等。与此同时，还会针对私募股权二级市场交易进行详细解析，介绍二级市场中的参与者、交易类型和流程以及买卖双方的定价方式。在该篇的专题研究中将结合相应数据，开创性地在LP视角下对中国私募股权基金资产配置和投资决策进行实证研究。

第三篇所讨论的主题是LP的“投资实践”，揭秘国内外LP的独特投资逻辑。该篇第七章将针对海外LP，探讨其私募股权投资的实践经验，分别阐述大学捐赠基金、养老基金、家族办公室和母基金等主体的投资特点和实践经验。第八章将讨论中国本土LP的私募股权投资实践，分别从全国社保基金、保险公司、政府引导基金、上市公司、高校基金会以及母基金等投资主体的视角探讨当前中国本土机构投资者的实践和未来发展方向。

第四篇将对LP的“管理之道”展开论述，期望探索中国LP的未来发展路径。首先，第九章将考察LP的团队建设和运营管理，并针对协助LP投资的重要中介力量——母基金进行专题研究。第十章将对LP的投后管理和增值服务进行讨论。第十一章将结合中国当前的经济形势、产业结构和企业创新状况，探究LP未来在中国私募股权市场的机会和适用策略。

一、中国私募股权市场的发展历程

私募股权基金起源于美国，最早的杠杆并购项目是发生在1955年的麦克莱因工业公司（McLean Industries，LNC）收购泛大西洋汽船公司（Pan-Atlantic Steamship Company）。自1992年起，中国私募股权市场在一股以中外合资为主要形式的投资浪潮中蹒跚起步，在几轮的宏观经济跌宕起伏中快速崛起，2016年之前的5年更是呈现出爆发式的增长（如图1-1所示）。这主要表现在私募股权基金管理人的数量快速增加、募集的资金币种为双币并行、基金的组织形式转为合伙制、退出渠道转变为国内外上市、退出的案例每年递增等方面。

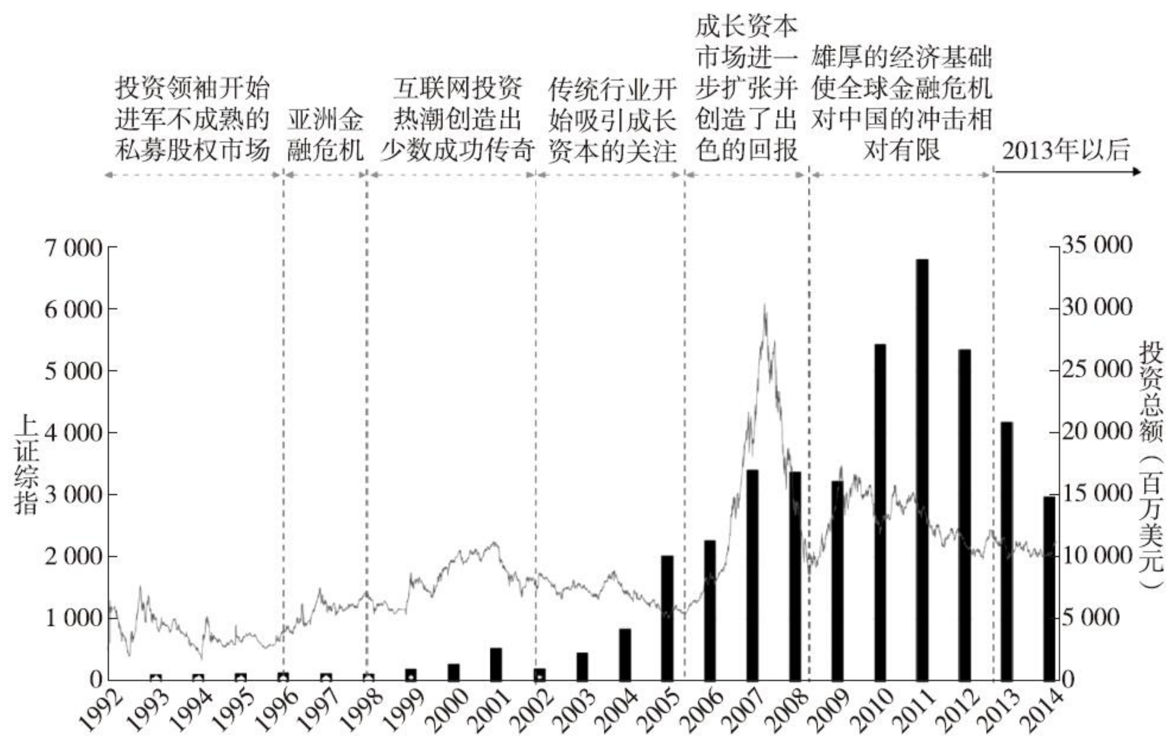

图1-1 自1992年以来中国私募股权投资规模和上证综指走势

具体而言，2007年以前，中国的私募股权投资开始出现萌芽，基金管理人针对特定行业的龙头企业（如百丽、蒙牛和双汇等）进行投资并开始接触高收益项目（如完美世界）。此时，企业家并没有完全理解资本市场的运作，购买的价格相对较低。

2007~2010年，成长型基金开始快速发展，规模达10亿美元甚至以上（如赛富基金、弘毅投资、鼎辉投资、中信资本等）。在此期间，成长型基金改变了策略投资大型和晚期的生产型企业，带来人民币私募股权基金的飞速发展。A股在这个时间段剧烈波动，但是美股市场如纳斯达克指数的增长势头依然强劲。

2011年至今，随着资本市场的复苏，私募股权投融资额达到新高。在2007～2010年融资的大型基金因为股票市场在2011～2012年的下挫而受到了重大影响。未来，私募股权基金的发展将向被投公司的战略发展和运营增值服务倾斜。

二、中国私募股权市场的未来趋势

（一）人民币基金的整合

由于政府有意建立国内私募股权市场，人民币基金业（不论是独立的在岸基金还是从国内筹集资金的美元离岸基金）在近年来逐步兴起，整合趋势不可避免。

从中国私募股权业的整体资产管理规模来看，外汇基金规模依然大于人民币基金，但是近年来趋势开始逆转。由于中国的机构LP基础依然薄弱，这意味着很多基金是从政府或政府相关组织，或是从高净值个人处筹集人民币资金。

根据清科研究中心的数据，人民币基金在所筹集的资金额以及所设立的基金数量方面显然正在赶超美元基金。虽然美元基金的平均规模依然大于人民币基金，但是鉴于顶级基金现在都在筹集规模和其美元基金一样的人民币基金，这种情况可能会改变。

长期来看，人民币基金与美元基金之间的差异问题不再重要。一旦人民币成为同美元自由兑换程度相当的货币，关键的因素不再是币种，而是私募股权公司是否能够建立起完善的流程，并聘用必要的人才，以便在一个持续取得高于市场回报率将十分困难的行业里竞争。

（二）私募股权的“2.0时代”

近年来，中国私募股权基金行业蓬勃发展，已步入规范化、制度化发展的新时代。与此同时，随着监管的适度放宽，投资者机构化程度增强且投资策略越发多元化，中国的私募股权行业，尤其是风险投资领域的“2.0时代”逐渐到来。特别是在风险投资基金管理人中，近年来越来越多的在老牌基金（如红杉资本、IDG资本、纪源资本等）担任合伙人或高管并且取得了优秀投资业绩的投资人，申请了离职。凭借他们自有的项目搜寻能力和独特的投资策略，建立了新的团队，创设了新兴基金。对于LP来说，需要特别关注该类基金管理人。

（三）当前经济环境下私募股权投资的机会

在经济调整时期，面对整体经济和行业增速放缓、产能过剩，新业务模式的挑战，企业成本持续上升，盈利能力下降。为谋求继续发展，企业需要在行业整合中发掘并购机会，进行业务模式的持续创新，以及把握垄断市场开放的机会，来寻求新的增长点。而这也恰恰为私募基金的投资提供了新的机遇。

这些机遇主要可以体现在以下方面：（1）股市长期低迷，私募的企业家估值预期趋于合理；（2）前期盲目追求热门行业和一/二级市场套利的私募股权投资企业出现流动性压力，不敢投资，整个投资行

业回归理性；（3）不做深入行业研究的投资机构面临经济增长放缓，诸多行业处在整合的转折点，是否能实现阶梯式跨越缺乏自己的独立判断，企业家不仅需要资金支持，更需要有战略高度的投资人的长线支持；（4）中国目前正处于互联网和实体经济（线上线下）全面融汇的关键时点；（5）在多个行业监管放松的关键时点，投资机会将大量涌现，但需要投资人在之前已经积累足够的行业知识与跨行业分析判断能力。

三、中国私募股权市场的LP投资现状

从全球来看，私募股权GP的资金大多来源于养老基金（Pension Fund）、大学捐赠基金（Endowment Fund）、家族信托（Family Trust）和母基金（Fund of Funds）等。而随着中国私募股权投资市场监管制度体系的逐渐明确，越来越多元化的LP，如全国社保基金、保险公司、券商资管公司和基金公司等大型机构也加入到私募股权投资市场。

根据清科研究中心的数据，2014年中国私募股权投资市场LP的可投资本量为8849.91亿美元。具体而言，一方面，从LP的类型来看，在13215家LP中90.1%为国内本土的，9.3%为外资的，还有0.6%为合资的。由此可以发现，国内LP数量仍然占据绝大部分且增长迅速。另一方面，从可投资本量角度来看，中国私募股权市场LP可投资本量共计8849.91亿美元，其中国内本土LP可投资占比为26.5%，外资LP占比为72.9%，还有0.6%为合资的。从这一个维度可以看出，虽然本土LP在可投资本量上与外资LP还存在着较大差距，但随着市场的逐步开放，同时本土LP的快速增长，两者之间的差距会逐渐缩小。

LP在机构化逐渐成熟的过程中，拥有正确的资产配置方式、投资实践经验和恰当的管理运营模式十分重要。这一方面体现在LP要求低风险的分散化投资，不同的私募股权投资策略所构建的投资组合对最优化的资产配置方式要求很高。另一方面也体现在对优秀基金管理人

及其所管理基金的识别能力上。目前，中国私募股权市场LP的投资决策更多还是停留在经验判断层面，缺乏相应的量化投资标准和投资实践工具。这些问题将在本书的各类专题研究中给出解决方案。

第二章 私募股权投资生态系统

在过去的20年里，私募股权投资在全球范围内持续活跃，对企业的融资提供了重要的支持，但因为无须满足公开市场环境下的披露和监管要求，外界对其了解较少。

私募股权基金设立的初衷通常是对非上市公司进行股权投资，但与此同时，其也可以应用到公司资本结构管理的其他部分，如夹层融资（Mezzanine）或次级债务（Junior Debt），并在不同地方为不同阶段公司的发展提供帮助。

对于一只典型的私募股权基金，投资者将作为LP，做出一定额度的“出资承诺”并明确其投资的目标规模。基金管理人将作为GP，进行项目层面的具体投资事宜。具体而言，私募股权基金运行的基本结构流程如图2-1所示。

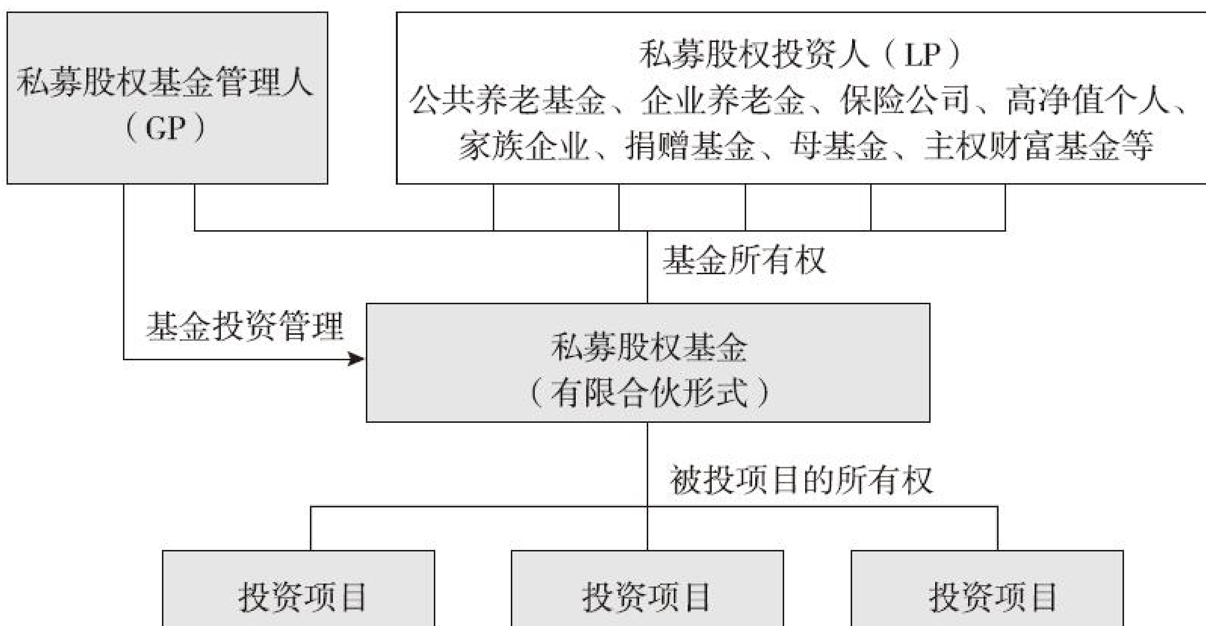

图2-1 私募股权投资流程架构

大多数的私募股权投资是采用有限合伙法律架构的基金形式，这些基金在创建时规定了私募股权投资的具体用途，这种合作伙伴关系确立了投资管理人的独立法人地位，以使其遵循明确的投资任务。从出资人角度看，大部分投资于私募股权的资金来自机构投资者，诸如养老基金、保险公司，以及目前越来越多的主权财富基金。这些投资者通过直接投资到基金或者通过专门的私募股权投资管理人"母基金"来配置资产。而对于个人投资者而言，一般只有高净值个人能够直接参与其中，散户投资者通常只能通过投资上市的私募股权机构间接参与其中。

第一节 GP：私募股权基金管理人

一、主要角色

作为基金的普通合伙人，私募股权投资公司的主要任务是管理基金，进行项目的投资决策并监督基金的运行情况，与此同时，获得相应的管理服务费。

典型的私募股权投资公司的组织形式为合伙制或有限责任公司制。全球范围内著名的私募股权公司有贝恩资本、黑石集团、凯雷投资、凯鹏华盈、科尔伯格-克拉维斯集团（Kohlberg Kravis Robests & Co.,KKR）和德克萨斯太平洋投资集团（Texas Pacific Group，TPG）等。这些私募股权公司的团队规模相对都小而精，最大的机构也不过由200名以内的私募股权投资专业人士组成。这些专业人士有各种各样的技能和经验，其中资深成员一般都有在顶尖投行、咨询公司、会计师事务所和实体行业等工作的丰富经历。一般情况下，投资者会将团队成员的多元化视为GP投资能力的积极评价因素。

基金管理人的一致目标是通过募集资金来投资项目并最终获得回报返还给LP。而为了成功募集到资金，私募股权投资公司必须提出独特的、可实施性强的投资策略和极具说服力的历史业绩凭据。

二、利益一致化

为了使私募股权基金的回报具有吸引力，除了正确设定基金本身的投资策略外，还必须使LP充分相信其与GP之间的利益能够得到一致对接。此“利益”主要体现在以下几个方面：声誉、股本权益、激励机制和直接控制机制。

声誉：GP必须拥有一个良好的历史业绩来募集新的基金。在私募股权投资市场，优秀的声誉和与其相一致的历史业绩被认为是许多私募股权投资公司成功的关键要素。对于私募股权公司而言，其核心资产就是公司的员工、投资者和声誉。此外，从LP的角度来看，与公开市场不同，LP对私募股权基金管理人的业绩考察是持久性的。

股本权益：GP通常会对基金做出实质性承诺，这样有助于与投资者利益相对接，确保他们与LP是坐在同一条船上。除了这些投资承诺外（可能高达10%），GP还可以和LP建立一个共同投资（Co-investment）计划。在这样的情况下，LP更希望GP做出的任何投资承诺和投资都是以实际现金形式，而不是从管理费中周转出来的资金。

激励机制：GP通常实行按业绩获得报酬的绩效计划，其大部分的收入来自投资所获得的盈利分成（即“附带权益”）。此外，管理费在合伙协议上做出了明确规定，因此投资资金款项中的一部分可以用于支付GP的工资和津贴。这些费用都是透明的，使得LP更容易对不同的合伙关系进行对比。

直接控制机制：LP在合作协议中会与GP约定直接控制机制，并参加GP组织的投资咨询委员会。另外，在合作协议中，通常会限定基金

的投资地点和GP的一些活动。例如，投资咨询委员会可通过多数投票来行使直接控制权；对基金可投资于单个公司的比例做出一定限定（通常设定为15%）；还可能会禁止该基金投资外国证券、公开市场基金、衍生品以及一些偏离最初设定的投资策略的私募股权项目。LP同时也需要限制GP在基金层面使用债务的水平，而且在大多数情况下要求GP以现金分红的形式从投资组合资产的清算中分配给投资者，而不是立即用于再投资。

三、GP的经验

私募股权公司的管理团队需要证明他们有能力把商业计划变为现实，即利用他们的经验和能力来选择投资项目并取得回报。他们必须在诸如战略管理、财务金融和营销等方面拥有丰富经验。特别地，在投资科技类公司时，GP还必须拥有相关的专业技术和业务技能的人才和经验。

鉴于典型的GP很可能每年都会收到成百上千个项目推荐，但GP通常只会选择非常小的一部分项目进行投资，所以在这过程中GP的经验是非常关键的。从某种意义上说，GP对项目的有效筛选是一门学问，更是一门艺术。通过严格和有效的流程进行项目筛选，对于GP本身而言也是获得经验的最佳渠道。

私募股权公司通常会根据项目类别、投资规模、投资行业和投资地域等多方面进行评估。相比于大型的私募股权基金，部分小型私募股权公司会专注于某些特定的行业或地域以及特定的基金类别（如早期天使投资）。专注的投资方向和专业化的团队往往能带来更成功的投资决策。

值得注意的是，作为私募股权行业的重要类型，以风险投资为主和以并购投资为主的基金管理人的差别非常大。这两种类型的私募股权投资的对象在本质上都是劳动密集型和技术推动型的企业。但并购

型和风险投资型之间的最大区别在于，并购型的基金管理人有专业技能为大型公司提供增值服务，这些大型公司已经拥有核心的管理技能和成熟的商业模式。但风险投资型的基金管理人的关注对象主要是小型企业，他们通常帮助估值在千万元以下的初创期的公司成长和发展。

第二节 LP：私募股权基金投资人

一、主要投资人类别

私募股权基金的投资者主体主要是提供股权资金的机构或个人。他们提供的资金池将通过严格的有法律效力的约定——LP协议（LP Agreement，简称LPA）进行监督和运营，私募基金管理人（GP）将按照规定的投资策略来执行投资计划并最终交付给LP具有吸引力的经风险调整后的回报。LP在这个过程中的角色是被动投资者，一旦协议达成LP将不会对基金的具体投资产生影响。但是，私募股权基金通常会成立一个投资咨询委员会。该咨询委员会一般由基金中投资规模较大且经验较为丰富的LP组成，通常每年召开两次会议，主要目的是为GP的投资提供指导和支持，并解决合作过程中可能发生的任何利益冲突。对于其他那些不属于咨询委员会成员的LP，可以通过参加GP的年度会议和关注基金的季度报告来获取基金的运营进展和回报情况。

从全球范围看，私募股权基金的投资人通常有以下几种类型：

捐赠基金、基金会以及其他不以营利为目的的机构（如高等院校、医疗机构、专业研究所、宗教和文化机构等）。

公共和私人养老金。

家族办公室。

母基金（只投资于其他私募股权基金的基金）。

政府资金。

金融机构（银行，保险公司等）。

企业（尤其是上市公司）。

主权财富基金。

高净值个人。

根据目前全球的统计数据显示，私募股权基金投资人的主要来源是机构投资者（如养老基金、捐赠基金、基金会和母基金），它们占私募股权基金总投资非常大的一部分。而对于主权财富基金、政府部门以及通过家族办公室或者其他投资工具成为LP的高净值个人，在近年来越发活跃并逐渐成为LP市场的新生力量。特别地，发达国家的LP市场发展相对更为成熟，在美国有71%的私募股权基金投资人来自机构投资者，主要是诸如美国加州公共雇员养老基金（CalPERS）、美国加州教师退休基金（CalSTRS）等养老基金；欧洲有36%的私募股权基金投资人来自机构投资者，主要是保险公司、银行等金融机构。

二、投资私募股权基金的原因

大多数LP投资于私募股权基金是为了获得财务上的回报。具体而言，私募股权基金投资对于LP来说预期收益有以下几个方面：

可以获得有吸引力的经风险调整后的回报。

与其他类别资产的回报相关性较低。

拥有基金所有权。

公开市场之外的多元化投资。

LP通过投资私募股权基金而不是直接投资基金所投企业，可以获得与市场上的专业投资人士接触的机会（如与全球顶尖的GP交流合作）。LP将资金委托给私募股权投资专业人士进行项目筛选、基金结构设计、管理运营并最终退出项目进行清算回报。

三、共同投资

近年来，一些机构投资者（如养老基金、捐赠基金、主权财富基金以及母基金）已经逐步开始进行企业项目层面的直接投资。这样做不仅能降低LP所负担的总费用，也提高了LP的投资效率（因为资金立即认缴并投入到企业）。一般来说，这些直接投资都是通过共同投资来实现，共同投资的合作对象通常为与LP关系密切的GP，投资对象为其所投资的GP推荐的项目。这样一来，LP成了该交易的另外一个小型投资者。

这些共同投资的产生通常是由于私募股权基金的投资多元化要求，限制基金不能大规模地完全投资到某单个项目。这时GP就会将其提供给那些有名的、经验丰富的并且已经大规模认购了该GP旗下基金的大型LP。除了能节约费用以外，LP通过共同投资也能够积累在企业层面直接投资的经验，例如尽职调查、项目监督和项目退出等。

特别地，对于母基金等较为特殊的LP而言，由于共同投资主要是针对单个公司而不是私募股权资产组合的投资，一般来说，共同投资是母基金已经成了一只私募股权基金的LP之后才会考虑的投资。几乎每只私募股权基金在投资时都有单个公司投资额不能超过总投资额一定比例的限制。如果GP想要超过这个限制，就得找LP来做共同投资，这额外的投资由LP直接进行，收益也归LP，但是GP往往代为行使控制权。共同投资可以算作母基金唯一的对单个公司进行投资的渠道，但是母基金本身对于交易结构和目标估值并不会产生影响。

第三节 私募股权基金

私募股权基金在法律形式上通常被设计为有限合伙制的形式，其中LP提供大部分资金，而GP则扮演基金管理人的角色。由于私募股权基金被设定为类似“盲池”的一种资本形式，因此，一旦LP认缴资本，就只有GP可以判断资金如何运营以及何时进行投资和获得回报。大多数私募股权基金都是有一定期限的“封闭式”基金，投资者在基金的存续期到期前都不能撤回他们的资金。这与公开市场的共同基金相反，共同基金的投资者可以随时撤回他们的资金。

私募股权基金有以下几个区别于其他另类投资基金（如对冲基金）的重要特征：

基金存续期：每一只私募股权基金都拥有一个固定的存续期，一般为10年。此外，通常也可规定期满后可以再延长1年或2年（最多不超过4年）的合作伙伴关系。

认缴资本：合作伙伴关系刚刚建立时，只有一小部分认缴的资本会由投资者支付，之后当GP确定了投资项目时才会有进一步的资金支出。这样一来，不定期的资本需求将最大限度地增加LP的资金持有期。

投资对象：私募股权基金的投资对象主要是非上市的公司，通常流动性都非常不足。

投资周期：最初的3～5年通常为私募股权基金的投资期，之后GP将逐渐退出那些投资项目并获得回报。最后在GP通过现金或者证券的形式完整地向LP分配收益后，该有限合伙关系将终止。

由于私募股权基金的存续期有限，GP必须持续性地定期募集新的基金。关于后续基金募资的契约条款通常会包含在有限合伙协议中。

通常情况下，除非当前基金75%的认缴资本已经支付或者基金的投资期已经结束，否则GP不能开展后续基金的募资。基金的募资是非常消耗财力和时间的，GP通常会把现有的投资者作为新基金LP的首选对象，在基金募资“首次交割（First Closing）”时与LP交流以确定他们是否有意向提供必要的认缴资本。一般而言，私募股权基金的募资时间总计长达数月到1年半不等。

一、私募股权基金的类别

私募股权公司从1980年开始逐渐专注于各个细分板块的投资，通常以被投公司的类别或者投资工具的类型为依据区分各个板块。从全球范围来看，目前常见基金类型有如下5种：

风险投资基金（Venture Capital）：投资于初创企业，尤其是高新技术企业。特点是投资金额小且为少数股权投资，具有高风险和高回报。

成长型投资基金（Growth Fund）：投资于高速扩展期企业，特点是投资规模中等，一般占有少数股权，风险和回报情况适中。

并购基金（Buyout Fund）：专注于对目标企业进行并购的基金，其投资手法是通过收购目标企业股权，获得对目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组改造，持有一定时期后再出售。其主要投资于成熟行业中的大型企业，特点是投资规模大，通常为并购控股，风险可控且回报稳定。

夹层基金（Mezzanine Fund）：提供的是介于股权与债权之间的资金，其作用是填补一项在考虑了股权资金、普通债权资金之后仍然不足的收购资金缺口，通常是杠杆收购特别是管理层收购（MBO）中的一种融资来源。

不良资产投资基金（Distressed Investment Fund）：主要是对处于财务状况恶化、濒临破产或者刚经过重组的受压公司的投资。

针对每种类别的私募股权基金，LP应该如何采用具体的投资策略将在第二篇中进行介绍，这里只给出各类别基金的定义和特征。

二、私募股权基金的生命周期

大多数私募股权基金以有限合伙形式设立，私募股权公司作为基金的GP，大型机构投资者和富有的个人作为LP提供资金。有限合伙形式一般存续10年，合同条款中会有延期条款，正常情况下如果得到LP同意可延长存续时间。通常，这些基金公司在成立时募集股本金，在实际投资时再募集额外的资金。如果有资产担保，这部分额外资金多采取债务融资形式募集（如并购基金）。如果没有资产担保，则通过合伙人共同投资的方式募集（如风险投资）。典型的私募股权基金生命周期分为3个阶段：募资期、投资期和收获期。

（一）募资期

在这个阶段，LP向基金承诺投资，许诺向基金支付的投资款称为已承诺认缴资本（Committed Capital）。基金管理人（未来的GP）需要18个月甚至更长的时间完成一只新基金的资金募集。实际所需时间取决于商业周期的发展阶段、投资策略、基金管理人的信誉度（比如是否为首次募集基金）。正常情况下，随着越来越多的LP所做出的投资承诺被接受，基金就会进行一系列的“交割”。在最后一次交割（Final Closing）中，最后的LP会承诺出资，基金将为新资本结束募资。已承诺资本无须立即全额支付给基金而只是在实际投资发生时才需支付。

（二）投资期

在投资期内，GP的任务是寻找、评估并具体实施与基金的投资策略一致的投资项目。这个阶段从募资的终结交割期（首笔投资款到位的年份），也是基金设立的年份（Vintage Year）开始，一般要持续3～5年。在这个时期，GP会对不同的被投公司进行投资。一般来说，首笔投资款同期到位的基金经常会被互相比较，评估各自的业绩。

当GP发现一个投资机会，他会向LP发出出资请求，出资金额不超过已承诺投资额度（未折现），而且他可以在任何时点发出请求，直到基金投资期结束（这种资金请求又被称为“Drawdowns”或“Takedowns”）。无论基金所投资的目标公司业绩如何，LP都需承担相应的风险，同时也分享相应的收益。但是，一旦对投资资本做出承诺，LP就不对这些目标公司或有限合伙公司的管理进行积极的干预。

在投资期末，GP不能继续向LP发出出资请求，投资于其他项目（新的交易）。在投资期末，GP的管理费结构一般会发生变化。在基金的整个生命期中，GP的角色是最大化现有投资的价值。这可能就包括进行一些额外的收购活动，在被投公司中创造更多的价值。

（三）收获期

在收获期，GP将退出基金的投资，并将扣除相关费用后的投资所得支付给LP。GP在投资结束后的5年里，会进一步改善这些被投公司的业绩。一般情况下，对单家被投公司股权的预期持有期不会超过10年，而且很普遍的情况是GP退出前的3~7年。退出方式包括首次公开发行、出售给其他私募股权公司或者出售给战略买家。

在对投资进行清算时，GP会将投资所得以实物（如股份）或现金形式支付给LP。退出的时机一般无法提前获知，因此LP的回报现金流也无法预知。延长基金的存续期对于确保成功退出可能是很有必要的。投资所得是按照基金合伙协议中规定的“瀑布”条款进行分配的，

这些条款明确了LP获得投资分配的顺序。首先，LP会收到其在基金中的投资款。其次，LP可能会得到投资款的优先利润回报（通常是8%）。最后，完成以上两项的分配后，GP就开始赚取盈利分成。

三、相关费用

GP管理其设立的私募股权基金，获得的酬劳是一笔持续的管理费以及基金投资所得的盈利分成——附带权益（Carried Interest）。管理基金的私募股权公司，其收入来源主要有：管理费，附带权益，交易费和监控费。

（一）管理费

GP赚取的固定收入来自按照基金规模的一定比例计算的管理费。这些费用通常按季度支付，有4种确定方法：在基金的整个存续期固定费用、费用递减安排、费率不变但“分母”有变化（分母从已承诺资本变为已投资资本），以及即使费用递减，“分母”也从已承诺资本变为已投资资本。

在基金存续期内，一部分已承诺资本用于支付上述管理费，其余部分用于投资于目标公司。前者是存续期费用（Lifetime Fees），后者是投资资本（Investment Capital）。投资资本中已经投资于目标公司的部分称已投资资本（Invested Capital）。

一般来说，基金处于投资期时，管理费占基金已承诺资本总额的1%～2%，用于管理基金的日常开支，包括维持投资团队和开展投资活动的成本。对于规模较小的基金（少于10亿美元），一般的管理费率是2%。大型基金一般管理费率会比较低，因为基金规模比较大。LP对于那些没有投资业绩的基金管理人，一般不愿接受支付明显过高的管理费。到投资期末，管理费逐步降低也是正常的。通常费率的率基会由已承诺资本的1%～2%变为已投资资本的1%～2%。管理费一般在10年后停止支付，尽管基金存续期可能还会被延长。

在投资不利而且盈利分成很低的情况下，GP可以依靠管理费生存，尤其管理大型基金的GP更是可以获取相当可观的管理费收入。即使有其他投资人愿意购买这类表现不好的投资项目，现有的基金管理人也不会贸然退出投资。相反可能会延迟退出，直到基金的存续期结束，以获得更多的费用收入。

（二）附带权益或盈利分成

GP能从附带权益中赚取金额不等（根据投资业绩大小）的收入。附带权益的存在，反映出GP可以要求从成功的投资中与LP共同分享利润，通常，附带权益以LP在整只基金中的权益为基础进行计算，并从中扣除一部分支付给GP。这样做可以更好地维持LP和GP利益一致。但是，在某些情况下，附带权益也可以按照每单交易来具体计算和支付。

附带权益产生和支付的具体机制是很复杂的，而且在不同的情况下，具体操作细节也有许多不同。但是基本的前提是很简单明了的。通常，基金收取基金利润的如20%作为固定附带权益（即附带权益水平，Carry Level）。这就意味着，基金的资本利得总额的20%要分配给GP（然后，按比例将相应的权益在权益所有人之间进行分配）。剩下的80%按照LP在基金中的投资比例进行分配。20%的附带权益比率是市场较为通行的标准比率。但是，有些投资管理团队也通过成功谈判，获得更高的比率，或者达成协议——随着投资回报的增长，附带权益的比率也会相应增加。

为了保护LP的利益，大多数盈利分成方案都规定了“门槛”收入（Hurdle Rate）或优先回报（Preferred Return），也可称为LP的最低资本回报。通常，该比率设定在8%。也就是说，在GP可以享有附带权益前必须先返还原投资款以及按年复利8%计算的最低资本回报。另一种盈利分成方案是将优先回报返还给LP后，GP可以在回报率上“追赶”LP。换句话说，在付清最低资本回报后GP在一段时间内会从收益

中收到多于20%的分成（这段时间称为“追赶期”），直到GP取得最初分配给LP的总利润的20%。

在有限合伙协议中规定最低资本回报率，主要是为了防止GP承担过多风险，同时促使GP更早退出投资。此外，这样设置还能淘汰不能为LP成功实施投资策略的GP。对于LP而言，这样能确保他们获得最低投资回报，而且可能高于公开市场投资回报（不考虑风险调整）。

（三）交易费和监控费

除了管理费和附带权益，GP有时还向被投公司收取交易费和监控费。目前来看，如何准确定义这些费用以及如何收取这些费用等问题仍然存在一定的争议，将来也会受到越来越多的审查。但是，尽管这些费用本身数目不小，但与附带权益相比，收取的金额还是适当的。GP在收到这些费用后，通常与LP进行对半分成（分成比例也会经常变动）。

一般来说，并购基金会向被投公司收取交易费，费率为交易价值的1%～2%。交易费是并购基金赚取收益的一个渠道。在LP看来，重要的是有一部分已承诺资本没有直接用于公司收购，所以GP必须找到一种方式，创造出足够大的价值以补偿这部分损失。

监控费是私募股权基金获得收益的另一种渠道。LP以间接方式向GP支付这笔费用，作为GP提供服务的报酬。对于LP来说，只要GP能够创造出足够的价值让他们信服，这笔报酬是作为管理费还是作为监控费，关系不大。监控年费一般是息税折旧摊销前利润（EBITDA）的1%～5%，较小公司比率较高，较大公司则比率较小。由于这些费用随着公司业绩变化而变化，所以成为GP可变收入的一部分。

【扩展阅读】

GP与LP的收益分配方式解析

私募股权基金的GP和LP如何分配收益是股权基金协议的核心内容。通常的约定是LP支付给GP1%～2.5%的年度管理费和盈利20%的管理分红。但即便是这些常见的约定，在实质上也可能相差甚远。

（一）年度管理费：基数不同

私募股权基金计算年度管理费看似相近，都在1%～2.5%之间，但实际并不相同。有的以实缴出资额作为计算基数，有的按认缴出资额计算，有的直接安排了各个年度的管理费点数，也有的更复杂一些。表2-1是全球范围内几只典型基金关于管理费基数的规定对比。

表2-1 基金管理费基数规定对比举例

基金	具体约定	评价
A基金	合伙企业每年按其总实缴出资额的2%向基金管理人支付管理费	按实缴出资额缴纳管理费时，在基金催缴募集（On-call）机制下，在最初资金未全部到位之前，GP收取的管理费偏少，但在出资额全部投出去之后，GP收取的管理费偏高
B基金	甲方在前3年的委托期内，管理年费为委托资金总额的2.5%；第4年的管理年费为委托资金总额的2%；后3年的管理年费为委托资金总额的1.5%	这种约定考虑到了基金因对外逐步投资故在后期管理的资金将逐渐减少的因素。收取管理费的点数从2.5%逐步降低到1.5%

续表

基金	具体约定	评价
C基金	管理费用计提标准×2.5%/年，初始费用计提标准=认缴出资额；当有项目退出时，费用计提标准调整为：初始费用计提标准－退出项目的对应初始投资额	这种约定也考虑到了后期管理资金减少的因素，同时采用比较量化的方式计算后期实际管理资金的数量
D基金	在投资期内，有限合伙按其总认缴出资额的2.5%支付年管理费；在投资期后，按有限合伙持有项目的取得成本总额的2.5%支付年管理费，但最低不低于1 000万元	也考虑到了后期管理资金减少的因素，另外还考虑到了管理资金规模与实际投资成本的差异

（二）管理分红：方式不同

方式一：整体分配，先回本再分利

私募股权基金投资的项目不可能个个盈利。盈利的项目若先行按“二八”原则分配，如遇到项目亏损则可能导致某个项目的投资本金无法全部回收。为了确保分配给GP的投资收益为净盈利，许多基金约定投资本金必须先回收，确实有了盈利才能作为管理分红分配给GP。这种分配方式也称“先回本再分利”，它更倾向于保护LP的利益。在此种情形下，GP实现盈利的周期显然要推迟了。

例如，某有限合伙协议就利润分配约定：“在经营期限内应先回收本金，即普通合伙人在基金全部回收实际出资额（本金）之后方可提取管理绩效分成。”也就是说，在基金实际取得的现金收入超过基金实际出资额（本金）后，GP有权按照下列计算方式参与分配投资项目增值（部分纯利）并作为其业绩奖励：

期内业绩奖励=基金纯利×20%

基金纯利=基金现金收入-基金实缴出资额

方式二：按单个项目分配，预留保证金

按单个投资项目分配，同时GP将其取得的管理分红的一部分预留在股权基金中作为保证金，在其他项目亏损时用于回拨补亏，这也是股权基金中一种比较常见的分配方式。作为保证金预留的部分一般占管理分红的40%～50%。

例如，某有限合伙协议约定："当某个投资项目实现退出，且该项目收入超过项目成本×（1＋8%×该项目的投资年数）时，即将超出部分的20%计提为对普通合伙人的业绩奖励，其中50%可以予以实际分配，另外50%作为风险准备金留存于本企业并专户管理，在合伙企业存续期满时用于业绩奖励清算的差额补偿。"

方式三：按单个项目分配，并核算单个项目成本

也有个别基金按单个项目分配，但同时核算并扣除单个项目的投资本金、管理成本和之前亏损项目确认的本金亏损部分。

例如，某有限合伙协议约定："对于基金可分配资金中的项目投资收入，应扣除：（1）基于基金已退出项目的投资本金，按出资比例计算由该有限合伙人承担的份额；（2）基于此前普通合伙人已经确认的基金持有的亏损项目投资本金损失，按出资比例计算由该有限合伙人承担的份额；（3）扣除该有限合伙人基于实际出资额分摊到该项目的管理费用，然后，20%分配给普通合伙人，80%在有限合伙人之间按实际出资比例分配。"

第四节 顾问机构

随着私募股权市场运作日益复杂，投资顾问机构、代理机构等各类金融中介机构开始发展起来，为私募股权基金提供了便利，也促进了市场参与。它们的出现，不但有利于提高市场效率，而且还可增加市场透明度。这些机构发挥着为未上市的企业寻找股本资金提供便利、募集私募股权资金、为私募股权合伙公司筹资以及为潜在投资人

评估GP等市场职能。总的来说，这些中介机构可以降低由于私募股权投资信息不对称造成的成本问题。

一、投资银行

投资银行和提供收购兼并服务的专业咨询公司是私募股权发行人的潜在代理机构。不但如此，这些机构还就私募股权投资的结构、时机和定价等提出建议，并协助谈判顺利进行。

一方面，投资银行能够识别出那些潜在的私募股权投资公司，收集关于这些公司的信息和数据，并且将掌握的信息和数据提供给潜在的投资人。通过这些具体工作，投资银行提供寻找、评价和咨询的服务。另一方面，投资银行帮助公司评估合同条款，它们对市场状况的了解有助于企业在谈判中获得更好的条件，它们也能帮助机构投资者LP评价不同GP的私募股权投资。

二、募资机构

募资机构帮助私募股权公司募集资金，它们在市场中普遍存在。我们很少会看到，一只基金在没有募资机构的参与下成功地完成资金募集。例外的情况可能是GP之前就已经成功地募集了若干只基金，他们与LP有着牢固且长期的合作关系，并且拥有实力雄厚的LP关系团队。如果GP计划募集的资金量非常大（如超过10亿美元），过去没有募资记录并且所从事的专业投资领域又鲜为LP所了解，那么这些GP常常会向募资机构寻求帮助。这些募资机构可以增加拟募资基金的可信度和认知度，加快资金募集的进程，它们的功能还包括在基金尽职调查过程中回答LP提出的有关问题，使LP更好地了解基金及其投资情况，拓展潜在的LP群体。

即使私募股权基金管理人GP有一定募资经验而且在市场上颇受尊重，但是当遇到一项复杂的投资决策结构，并且还涉及被委托人和大

型机构投资者的投资委员会时，公司会更愿意利用代理机构的关系网和专业技能，从大型LP（如养老基金）处募集资金，而不是自行募集资金。出于让GP有更多的时间和精力从事投资活动的单纯目的，一些私募股权基金也会借助代理机构募集资金。因为平均来说，基金募资需要18个月甚至更长的时间。

鉴于从政府和公司养老金募集资金需要具有很强的专业性，加上市场上的竞争对手仍然很少，这些机构收取的费用一般在募集资金的0.5%～2%之间。

三、咨询公司

咨询公司为私募股权基金提供了大量的服务，包括法律、会计和信息沟通等方面。对于大多数GP，无论其自身已经拥有多么丰富的资源，一般情况下仍然需要外部咨询公司的服务。

律师事务所的功能是针对私募交易的法律方面或就私募股权基金的运作结构提出法务上的建议。比如，它们会在收购交易中，处理买卖双方签订的收购协议中的法律事务、处理风险资本融资交易中的投资文件、决定被投公司与其银行的有关融资安排、确定GP作为被投公司的管理者或雇员的角色等。

会计师事务所是GP和被投公司管理层的财务顾问。它们在投资机会出现时就能开展可行性研究。它们也能对公司经营的管理计划提出建议，并且在公司与被投公司的所有人进行谈判时提供详细的建议。

其他的咨询公司包括向GP或被投公司的管理层提供建议的个人税务顾问公司以及养老金顾问公司。有时，被投公司为了规避投保风险，还需要保险经纪人的建议。

专题研究 GP与LP的利益对接和相处之道

有限合伙制是大多数私募基金在法律层面采用的制度。它成功地规范了合作双方的责任和义务：LP是出资人，是被动的投资人，出资后不介入具体的资金运作，只进行有限的监督，并等待分红，分红包括本金的返回和投资的增值回报；GP是资金的管理人、运作人，他们运用自身的技巧和广泛的人脉关系，负责投资并使资本增值，回报是在基金运作期间固定的管理费和在取得一定投资回报后的分红。

私募投资不同于传统投资和二级市场投资最重要一点是，它表现为一种长期的伙伴关系。LP和GP在大多数情况下，合作项目不仅是当前的一只基金，而且有可能是连续的多只基金，规模也越来越大，常常表现为十几年甚至几十年的“相濡以沫”。虽因私募投资在中国发展时间不长，LP与GP之间的关系对投资的影响尚不明显，但从欧美业界情况可以看得一清二楚，无法实现良好伙伴关系的，不管是LP，还是GP，都最终实现不了目标——长期稳定的回报。同时我们也看到，LP和GP又是竞争关系，因为基金的运作回报是一个整体，双方的回报都出自其中，一方获得的多了，就意味着另一方获得的少了。从某种意义上来讲，私募基金的结构设计又是一场在GP和 LP之间的博弈。

一、基金的结构设计

一只成功的私募基金必然在其设立时，就考虑到了多方面因素和可能性，这样才能在基金的实际运作中有依据可循，减少不必要的纠纷。如何平衡双方的关系，合理地规范双方的责任和义务，是一只基金，甚至一个GP或LP，长期成功与否的关键。要实现这一目标，基金结构的设计至关重要。

基金结构设计是GP在投资项目之外的长期主要任务，同时也涉及LP，他们不是完全被动的，应发挥主观作用。基金结构设计的主要方

面是费用和回报机制设计。如何定义、安排和最终兑现双方的权利（分红）和义务（费用），是一项复杂的工程。这个架构需要专业人员详细周密的设计，任何疏忽都可能导致在基金的长期运作中（尤其是后期）出现意料之外的情况，对一方造成意想不到的损失，从而损害长期合作的伙伴关系。

从资金占比来看，业内一般的比例是GP占1%而LP占99%。在这方面的操作中，应主要考虑适当增加GP的出资比例和所出的现金比例，从而增加其对风险管理的动力，而不应该允许其用基金的管理费来代替其在本金部分的出资。

（一）管理费设计

正如本章第三节所阐述的，基金的管理费是事先商议的，主要用于基金的建立、维护和日常管理，一般是按照承诺的或到位的或投出去的资金总数的1%～2.5%收取，大多数是2%，具体视基金规模和投资策略所需资源而定，一般在实践中是在投资期结束或下一只新基金成立时开始逐步减少。例如，国内的弘毅投资基金管理费率是1.75%，国外的KKR的基础设施基金管理费率是1%。

不同的管理费设计会面临不同的挑战。第一种，以投出去的资金为基数，管理人为更快更多收到每年管理费，可能匆忙投资；第二种，以到位的资金为基数，管理人为拿到更多每年管理费，过早要求资金到位，可迟迟不投资；第三种，以承诺的资金为基数，LP会认为基金管理人开始时还未做任何实质性的事情，所以不愿意支付该笔费用。

在现实中，各基金的管理费缴纳方法有所不同，各有利弊。本书这里给出一种可能的解决方案，即针对在不同的基金阶段，采用不同基数。举例来说，对于一只“5年+2年”存续期的基金（投资期5年，退出期之年），在基金前3年以承诺的资金为基数，主要目的是保证基金

管理人有足够的资金对基金进行日常管理，不会有后顾之忧；在3年后到投资期结束，以到位资金为基数，主要目的是鼓励管理人在承诺的投资期内尽快找到合适项目，早日把资金利用起来；在投资期结束后，以净资产额为基数，开始以100%为参数，每年按一定百分比递减，如10%，直到实现所有退出，完成基金的整个投资过程，这样基本能保证在后期LP合理负担。另外，还可以考虑采取管理费与分红结合的方法，管理人给投资人不同的选择，例如，对固定费用敏感的LP可以选择低管理费、高分红率的结构，但这种方法会增加基金管理人的工作量。总的来说，这通常都只是大框架的设计，具体的结构安排需要专业人员根据基金的具体情况，量体裁衣，实现对各方的权利和义务的合理对接。

（二）分红回报机制设计

从全球范围看，业绩的分红回报普遍采用“瀑布式”的分配法。进一步来说，主要有两种方式：基金整体法和交易独立法。

基金整体法：基金运作的盈利或亏损是一个整体，在投资开始有回报时，全部返回给LP，直至其在基金中的投资全部收回，才开始在LP和GP之间按照协议规定的比例（一般为80：20）分红。

交易独立法：在基金中有多个独立的投资项目。彼此之间互相独立，盈利或亏损互不影响。在一个投资项目开始退出或有回报时，先归还LP在此项目上的投资，然后再在LP和GP之间按照协议规定的比例分红。项目各自结算，彼此独立，互不影响。

从全球范围看，基金组合和欧洲的基金采取的主要方式是基金整体法，北美的基金中所有的并购基金和大多数风投基金采取的是交易独立法。在确定了分配方式之后，需要进一步确定一些关键性的比率。本章第三节已经阐述了相关内容，即优先回报率和分红比率等。

需要注意的是，如果出现市场衰退，GP的现有投资组合的价值会大幅减少。如果GP因为较早的好项目实现退出而获得业绩分成，那他们会被指责“对自己过度分配”，因为他们已经获得的收益分成超过了有限合伙协议规定的水平。而LP此时则可能无法获得协议中规定的分成，为了解决这一问题，有限合伙协议中包括了多种类别的回拨（Clawback）机制。回拨机制针对双方，但一般主要发生在GP身上。当遇到亏本的投资项目时，回拨机制有很重要的作用。在大多数情况下，上一个投资项目有数倍回报，LP和GP可按80：20比例分红。但若这个投资项目发生亏损，回报尚不及LP的投资额，这时GP需返还全部或部分已得到的分红，用于弥补LP投资本金的损失。当然，回拨机制有时对LP也有同样的制约，例如在一些杠杆收购中。被收购的企业有时会遇到一些事先无法预料的债务责任、民事诉讼或者专利补偿等财务上的义务，这时就需要启动对LP的回拨机制，收回部分或全部分红以应付财务上的责任。在采用基金整体法时，可能涉及的回拨机制会非常复杂，多个项目上的盈利和亏损，一只或多只基金在同一项目上可能的多次投资的不同回报情况，都会增加清算的复杂性。

（三）对GP的分红机制约束

在有关管理费和分红的具体基金结构设计完成后，GP与LP在基金的实际操作中还可能会出现双方的利益矛盾。例如，由于基金本身有一定的周期性，一般在上一只基金投资期过后就会筹划新的基金，管理人也乐意把精力放到更可能赚钱的新项目上，那么如何能保证老基金的业绩？再如，由于基金的投资周期较长，其间团队成员变动难免（尤其在中国）。如何保证离开的人员不再分享在职人员的工作业绩，以及如何保证新加入成员的动力？此外，因为各只基金互不相同，投资策略差别也非常大，如何针对不同的特点进行利益诉求的统一也是必须要解决的。

针对以上问题，一种行之有效的方法是对GP的分红引进分期兑现机制。具体而言，基金管理人不能立即拿到20%的分红，不同阶段兑

现的百分比不同，但逐步提高到100%。例如，从第一个投资项目到投资期满1年后可兑现20%，再过1年可兑现40%，依次增加，直到整只基金完成时可兑现100%。其目的是保证管理人对基金自始至终专注，奖励长期合作的伙伴，对频繁跳槽的职业基金管理人形成一种约束机制。

二、人民币基金和外币基金

最近几年，由于政府有意建立国内私募股权市场，人民币基金业（无论是独立的在岸基金还是从国内募集资本的美元离岸基金）在近年来逐步兴起，且在未来整合趋势不可避免。从中国私募股权业的整体资产管理规模来看，美元基金规模依然大于人民币基金，但是近年来趋势开始逆转（如图2-2所示）。

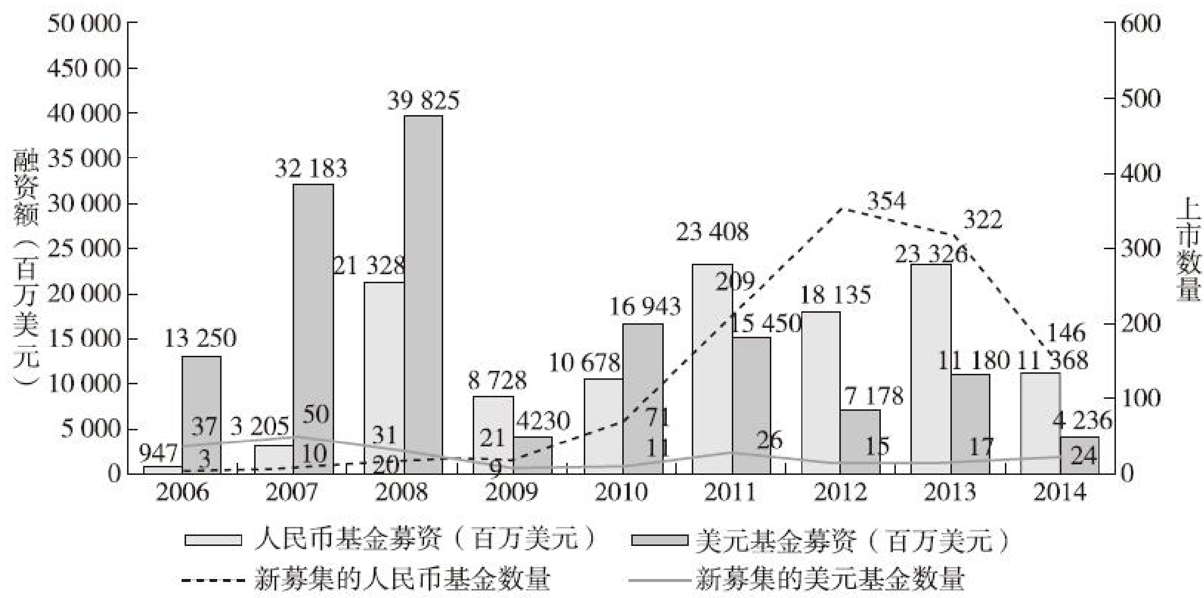

图2-2 2006～2014年人民币基金和美元基金募集对比

在面临好的投资机会时，同时操作两种基金的GP面临的一个非常头疼的问题：LP为什么只用人民币基金的部分投，而外币基金部分不能投？问题处理不好，直接影响长期合作的伙伴关系。例如，在2009年12月，梅琳达—盖茨基金会因担心弘毅投资在国内进行人民币募

集，决定不再参与弘毅投资第二轮美元基金的投资。该基金是弘毅投资的LP之一。海外LP担心GP不能同时管好两个币种的基金，从而选择不投资，在一段时间内成了阻碍外资在境内上岸的一道门槛。

由于投资产业政策上的限制、基金投资后长期运作的潜在难度以及对未来退出的考虑，基金管理人在很多的项目上最终都选择了人民币基金进行投资。究其原因，有的是别无选择，有的则是建立在GP的个人判断上。这其实本质上也是如何对接LP和GP利益的一个新挑战。对于GP而言，并不在乎哪一只基金投资，因为分红时都一样。但外币基金LP可能由于对国内具体情况不了解，对GP产生误解，从而产生潜在的伙伴关系危机。一旦这个问题发生，双方的利益便实际发生分离，不再捆绑在一起。

就目前的发展趋势而言，中国最终在政策上会实现人民币和外币的同等对待，私募投权投资最终也会引入类似于目前二级市场上的QFII（合格的境外机构投资者）机制，即推出QFLP（合格境外有限合伙人），实现外资在合伙制中的国民待遇，最终消除GP所处的困境。外资参与人民币股权投资试点方案也在监管层开始讨论，政策的出台将有效缓解GP与外币基金LP之间的矛盾。但这样的政策最终是否能实行及可能附加的条件是GP和LP都无法预料和控制的，而且即使政策顺利出台，QFLP机制为海外资金提供了便利的投资渠道，但在具体的运作中还会面临一些操作层面的挑战（如汇率的确定）。在这样的积极调整之前，对于同时管理两种货币基金的GP，目前一个有效的办法是引入第三方独立咨询公司，通过一个专业的无利益冲突的第三方替GP做出合理选择，同时打消LP的疑惑。从某种意义上讲，在这个问题上恐怕无法彻底实现双方利益的对接，不过是减少冲突而已，其在人民币实现自由兑换前将会一直存在。

三、LP和GP的相处之道

LP与GP之间的合伙协议并不是万能的，在有些棘手问题出现时，必须通过GP和LP的合作才能解决。在大多数正常的情况下，LP和GP是相互捆绑的。但由于投资的流动性差、具有长期性和不确定性，尽管LP与GP试图通过合伙协议控制基金管理的框架，却仍然存在诸多问题。

最大的灰色地带是对投资组合的估值，尤其是对于风险投资的被投公司来说，对投资组合的估值具有很高的不确定性。在估值的过程中，LP不得不相信GP是按照尽可能最恰当的评估标准对公司进行估值，既不会为了提高成功退出的可能性而低估投资组合，也不会为了虚假增加基金的价值而高估投资组合。

另一个具有不确定性的问题是，界定合伙协议中所确定的投资授权和机会性投资之间的差异程度。在许多情况下，只有一定比例的基金可以进行机会性投资。有时是因为出现新技术，有时是因为出现一个新的市场区域。如果基金要完全违反协议（比如某只基金募集后投资于医疗健康行业的基金决定投资于清洁技术企业），那么GP需要与LP顾问委员会进行充分沟通，但是要在遵守投资授权协议而牺牲回报和为追求回报而违反投资授权协议之间进行权衡会很艰难。

这样一来产生了关于基金多元化投资这一更为基础的问题，即基金多元化投资应该保持在怎样的水平和维度。不同的GP对待队员有不同的方式，如顶级的私募股权公司华平投资（Warburg Pincus）募集了一只基金，可以投资于不同阶段、地域和行业的公司。而红杉资本（Sequoia Capital）最初募集了许多只不同的基金，一些进行美国的早期投资，一些投资于印度，还有一些投资于中国。为了能够跨地域投资，红杉资本LP不得不同意GP同时投资于其他基金，这一情形一直持续到2009年，这时红杉资本决定将这些基金整合在一起。总的来说，GP应该如何把控其投资的主动性和策略，并没有统一的答案。

此外，对于GP的激励机制会将其与LP的相处问题进一步复杂化，虽然这一机制很有效，但是没有精确的度量方法。尽管“20%的收益分成”看起来非常具体，但是收益可以在不同的时间进行度量。例如，一家公司上市后的市值是在不停变动的，将股票分配给LP时的市值和将股票出售从而为LP提供的真正价值会差异很大。这一问题会决定GP的选择——只是简单地促使公司上市，还是尽量保持公司价值，还是为了出售股票后分配现金。

此外，GP和LP之间还存在信息不对称等诸多问题，这就需要从最开始双方在沟通方面做足功课。例如，在募集资金时，GP需要提供一份主要文件——私募股权配售备忘录（PPM），作为后期LP尽职调查的初始依据。

四、LP与GP的利益维护

LP和GP在私募股权基金中如何对接利益以及如何长期相处是一个复杂的、注重细节的工程，其直接影响基金运营的成败，更多的时候需要引进独立的第三方专业机构来帮助完成，而普通合伙人可以把主要精力放到融资、投资和管理中。这在国外已普遍存在，但由于我国私募基金发展时间尚短，实际环境更加复杂，所以GP和LP双方都还处在互相熟悉、互相学习的过程中，我国私募基金市场未来有必要考虑引进独立专业机构。

因为信息不对称等问题，在全球范围内，有许多LP商业组织整理了LP和GP关系的约定俗成部分，并作为机构进行自律管理和监督维护LP权利的依据。其中最著名的是机构有限合伙人协会（Institutional Limited Partners Association，简称ILPA），该协会集合了全球众多大型机构投资者，于2009年9月发布了投资PE基金的指引文件《ILPA私募股权投资行业规则》，并在2011年进行了更新，得到了国际上大量机构投资者的认可。总的来说，该规则旨在强调GP和LP之间利益一致的价值理念。文件涵盖了“利益一致”“基金治理”及“透明度”等方面的

一些最佳实践概述，并针对这3方面提供了详细的投资私募股权的推荐协议条款。详细的ILPA合伙制私募股权最佳实践总结如下：

（一）利益一致

混合型基金中约定的利益分配机制通常能够确保利益一致，但更严格的分配机制必须成为标准格式，以避免回拨的出现。

回拨条款的执行必须得到加强，从而在被要求时，得以全额、及时的支付。

管理费应覆盖公司及其专业运营人员正常运营费用，不应过度。

GP收取的所有交易费及监督费应计入基金利益，可以在基金存续期内抵销管理费和合伙费用。

GP应在基金中占有实质性股权，以确保与LP利益一致，出资应使用较高比例的现金而非通过管理费豁免的方式支付。

税法改变对GP成员的个人影响不应转嫁给基金LP。

GP获得的费用及业绩奖励的绝大部分应直接用于对基金成功运作有决定作用的专业人员及相关成本。

（二）基金治理

应加强GP勤勉义务。重大过失、欺诈、恶意行为的补偿及免责标准应以LP的认可为基础。应避免GP下列行为：（1）在法律许可范围内最大程度减少义务；（2）要求更广泛类别的利益冲突之豁免；（3）当出现应该避免的利益冲突时，允许其根据自己的判断独立行事。

GP进行之投资应与基金募集时描述的投资策略保持一致。

GP在既定投资期限内应注意投资时间及投资行业分散化的重要性。

持有绝对多数股权的LP应有权选择解散基金或无理由解聘GP。持有大多数股权的LP应有权无理由选择提前终止或中止投资期。

“关键人物”或“因法定事由终止”事件的发生应导致基金投资期限自动中止，其恢复需要通过投票决定。

私募股权基金的审计师应具备必要的独立性，并专注于维护基金和LP的最佳利益而不是GP的利益。

LP顾问委员会的会议程序和决策流程应标准化并被整个行业采纳，以使此LP的下属职能部门能发挥有效作用。

（三）透明度

管理费及业绩奖励的计算应透明化，并经LP及独立审计师的复核和认证。

详尽的被投公司估值和财务状况报告应根据要求每季度提供。

有关GP的相关信息，私募股权基金投资者应享有更高透明度。

所有相关专有信息应被保护，不向公众披露。

与此同时，《ILPA私募股权投资行业规则》鼓励统一业内“LP顾问委员”方面的实践，也就此提供一个LP顾问委员会组成及相关运作程序的范本。

总之，LP和GP只有从长期合作目标出发，秉承合理的原则，充分考虑伙伴双方的利益，同时采取灵活的策略，才能真正实现合作伙伴双方的利益对接，实现长期稳定的合作关系，实现双赢。

【扩展阅读】

GP与LP的法律责任

如前所述，有限合伙制基金及基金管理企业的合伙人分为LP及GP。从法律责任上讲，LP是真正的投资者，但不负责具体经营，其只承担以投资额为限的有限责任；而GP负责基金的具体运用，有权管理、决定合伙事务，负责带领团队运营基金，对合伙的债务负无限责任。

具体而言，GP和LP的法律责任和权益特点可以总结如下：

GP对合伙企业债务负无限责任，LP只以其出资对合伙企业负有限责任。

GP不得同本企业进行交易，但是合伙协议另有约定或者全体合伙人另有约定的除外；LP可以同本企业进行交易，但是合伙协议另有约定的除外。

GP不得自营或者同他人合营与本合伙企业相竞争的业务；LP可以，但是合伙协议另有约定的除外。

GP对合伙企业经营负责，一般有经营业绩报酬（如管理费和附带权益）；LP不负责经营，没有经营报酬，只根据出资份额取得相应的经营利润。

第三章 LP的私募股权投资要点

第一节 LP投资成功的要素

根据上述章节的阐述，可以发现，LP进行私募股权投资具有非常多的优势，尤其表现在经济低迷时期，可以获得超额收益。具体来说，在回报和风险上，私募股权市场优于公开市场。经济危机和低迷期之后往往是最佳私募投资时机，投资净内部收益率可达20%以上。然而，无论是境外的成熟市场还是中国本土新兴市场，LP投资私募股权均面临诸多挑战，包括选择基金的困难、投资渠道有限以及流动性的问题等。

一、LP投资私募股权的优势和挑战

LP作为私募股权基金的投资人，在投资私募股权的过程中，相比投资其他类别的资产，具有非常多的优势，具体如下：

高回报水平：与其他资产类别相比，私募股权投资具备有吸引力的绝对和相对回报水平，投资业绩排在前25%的私募股权基金能够长期显著地创造高于公开股票市场的收益。

更多创造超额收益（“alpha”）的机会：业绩排名前25%的回报水平通常具备黏性。这是由于基金能够帮助企业显著优化经营与战略发展，特别表现在中小型并购基金、特殊机会投资和风险投资中，而在大型和超大型并购中较为少见。

卓越的管理模式：LP与GP利益高度一致，GP及其管理团队与LP进行较大数额的共同投资，以保证利益一致。与此同时，GP只有在投资人获取优先回报后才能获得附带权益。此外，不同于上市公司，私企不受过度监管的影响。LP投资私募股权旨在长期创造价值，而非进行短期套利。

为创新与创业做出贡献：私募股权基金所投企业多为新兴行业的创新创业企业，尤其是高科技行业、先进医疗行业等，LP投资私募股权基金能够间接投资这类企业。

与此同时，从全球范围来看，无论是海外成熟的私募股权市场还是中国本土的新兴市场，LP投资私募股权都还面临诸多挑战和困难，主要反映在如下几方面：

优秀基金的筛选困难：必须投资业绩排名在前25%的基金，私募股权投资的平均回报并不具有吸引力。

最好的投资机会有限：这主要是准入问题，由于渠道的限制，只有受邀的投资者才能接触到最佳基金管理人。

流动性相对较差：私募股权基金的流动性比公开市场差，尽管由于近几年私募股权二级市场的迅速发展而使得这个问题得以减轻。

二、LP投资私募股权的成功要素

基于LP投资私募股权的优势和挑战，并结合前述LP的投资流程，本书总结了LP投资私募股权的成功要素，主要包括基金管理人的选择、进入的渠道、分散化投资以及长远眼光，详见表3-1。

表3-1 LP投资私募股权的成功要素

成功要素	核心内容	投资时的关注重点
基金管理人的选择	第一梯队和第四梯队基金管理人之间的回报差距显著，并日益扩大	投资团队； 投资策略； 历史业绩； 组织和投资流程
进入渠道	只有受邀的投资者才能接触到最佳基金管理人	已建立的关系网络； 知名的长期投资者； 被认可为增值投资者； 积极主动

续表

成功要素	核心内容	投资时的关注重点
分散化	提高整体投资组合的回报并降低波动性	基金类型（并购、风险资本、特殊机会）； 地域； 投资年份； 私募一级市场投资和二级市场投资
长远眼光	需要长期投资，不能试图去预测市场时机	私募股权投资回报是有周期性的； 坚持对投资策略的长期承诺； 管理费和其他开销造成短期内的负回报

值得一提的是，由于LP需要高度分散化的私募股权投资来分散风险，因此具备选取优秀基金的能力就显得非常重要了。从全球范围内的投资数据来看，私募股权投资的平均回报并不具有吸引力，只有前25%的私募股权基金能够长期显著地创造高于公开股票市场的收益，LP必须经过慎重、严谨的筛选，成功投资到业绩排名前25%的私募股权基金（如图3-1所示）。

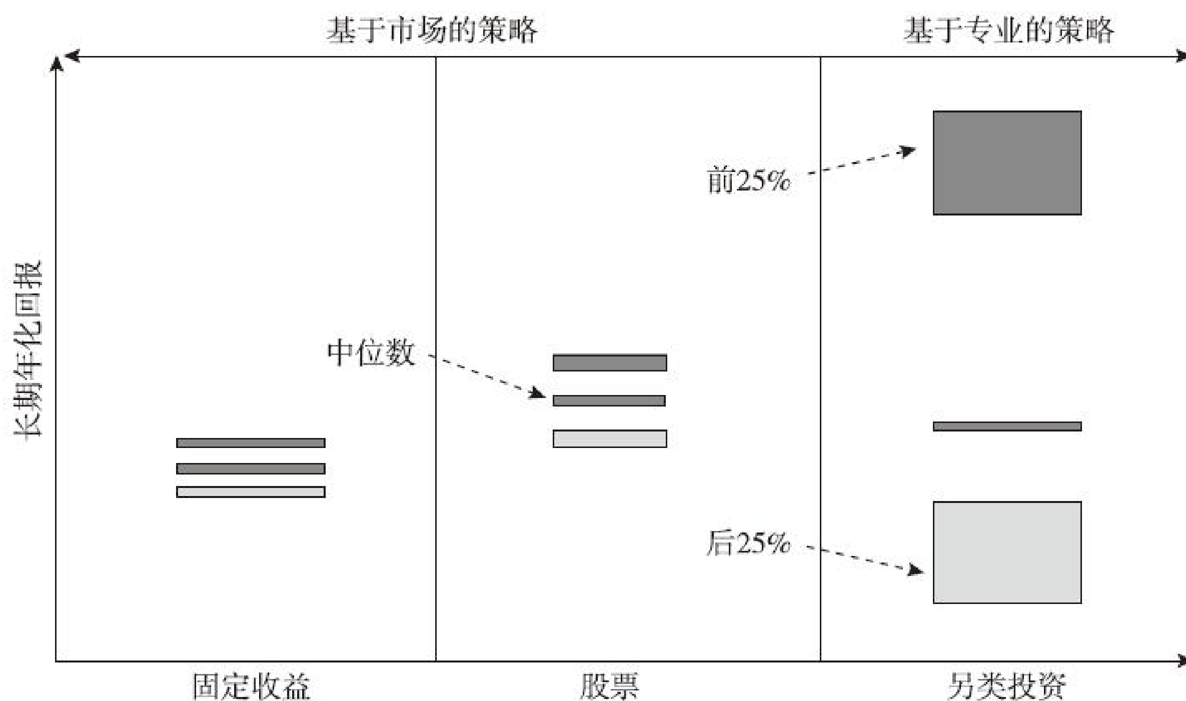

图3-1 各投资类别的长期回报分布

图3-2展示了机构投资者投资固定收益、股票以及另类投资等类别的回报分布情况以及美国并购基金收益率的比较，包括第一梯队（前25%）和第四梯队（后25%）的GP收益分布。可以发现，另类投资尤其是私募股权投资是基于专业的策略而非市场的策略，其长期投资业绩在各个梯队GP的表现差异性更为明显，LP只有成功投资到业绩排名前25%的私募股权基金，才能获得可观的长期回报。

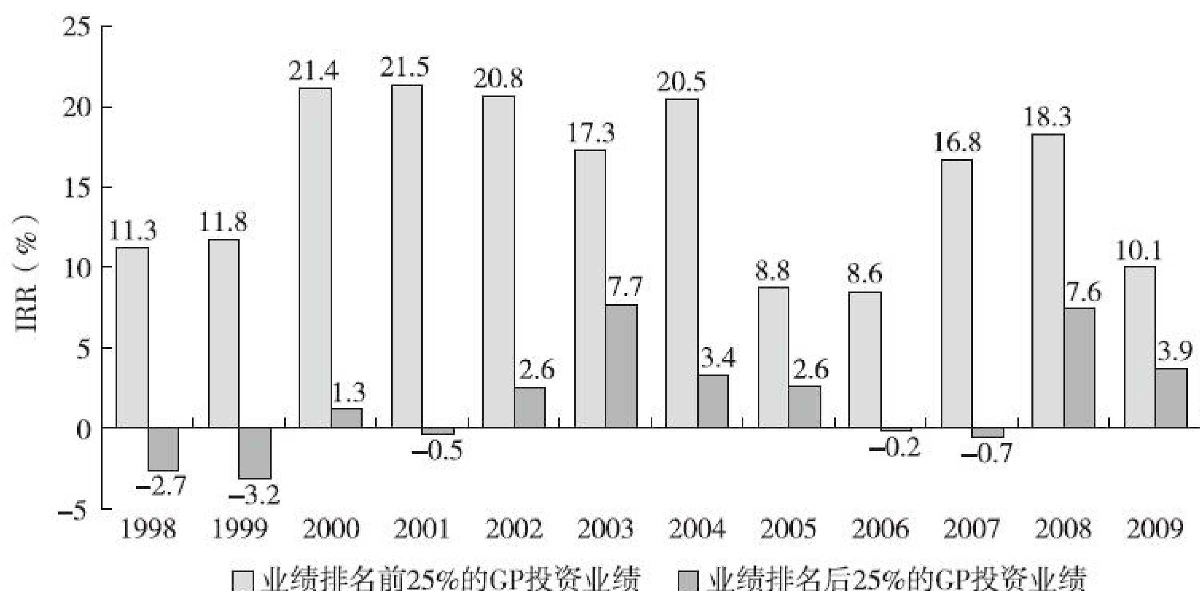

图3-2 美国并购基金收益率业绩比较（按成立年份）

第二节 LP的投资流程

在进一步深入研究LP的私募股权资产配置逻辑和投资策略时，有必要首先了解LP的整体投资过程。其实，对于LP而言，投资私募股权基金的过程和“赛马”十分相似。赛马，一项历史悠久的运动，无论是起源于古罗马的古典式赛马还是现代的英国式赛马运动，竞赛成功与否都有3个关键点：赛道、骑手和马。这与LP的资产配置、筛选优秀基金管理人以及识别高回报的基金的理念和逻辑非常契合，如图3-3所示。

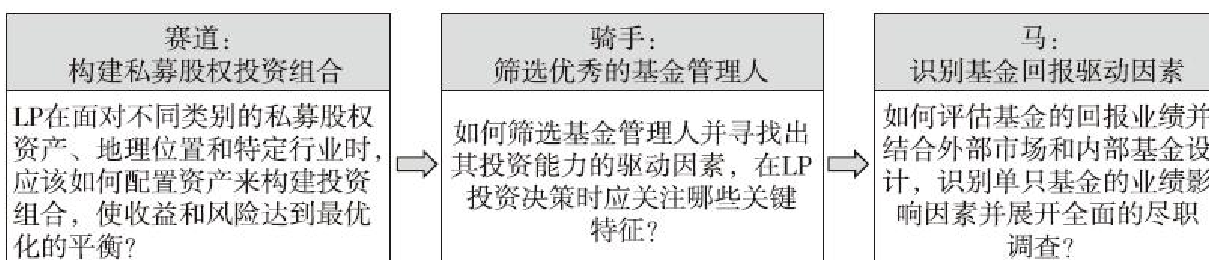

图3-3 LP投资流程：“赛道、骑手和马”

本节将简要介绍LP的投资流程和相关概念，针对流程中每个部分将在本书第二篇进行详细分析，从“赛道、骑手和马”的角度完整阐述LP的私募股权投资配置逻辑。

一、资产组合的配置

对于赛马而言，场中的赛道可以多种多样，如速度赛道、障碍赛道、越野赛道以及马术赛道等。不同的赛道有着不同的速度和技巧要求，而对于买赛马票的观众而言，其对应的投资收益和风险也不尽相同。

与此类似，不同的基金有不同的背景和投资策略，有早期的风险投资（包括天使投资），也有后期的成长资本，同时也有大型的并购基金等，而各类基金也有不同的基金规模。此外，LP还需要考虑配置的地理位置和专注的特定行业。因此，LP需要充分考虑不同基金的特点，合理配置好自己的“赛道”，构建组合投资以分散投资风险。

进一步来讲，在投资私募股权的最开始，LP需要对持有私募股权资产预期的风险和回报有清晰的认识和判断。在这个阶段，LP不仅仅需要考虑私募股权投资本身存在的风险和回报对投资人整体投资组合的影响，还要考虑其对现金流和流动性管理的影响，因为私募股权基金本身投资期较长且流动性较差。

一旦LP从资金需求量、总体投资比例和投资期等方面确定了对私募股权基金的总体配置，就需要考虑如何向私募股权分配资金。LP需要决定如何将资金分配到不同的私募股权资产类别、具体的地理位置以及哪些特定的行业。同时，这个过程还必须考虑投资的资金量，例如将大量资金投资到小规模的新兴市场通常是不可行的。

由于随着时间的推移，可供投资者选择的投资机会在不断增加，要对投资资产配置和地理布局形成准确的看法具有挑战性。比如，近

来市场上出现了越来越多的私募股权二级市场交易（Secondary Fund）使选择变得更加复杂。此外，随着产业的增长，跨国基金也开始逐渐出现，更增加了选择的复杂性。完成战略性资产配置工作后，下一步投资步骤就是具体投资组合的构建。在这一步，LP可以形成对未来资产组合的规划，就多样化的战略向GP提出明确的建议和需求。

LP配置私募股权资产的具体选择方法和各种策略的特点（包括不同的私募股权基金类别、不同地域的市场环境和不同行业的投资聚焦）将在本书第二篇第四章进行详细阐述。

二、基金管理团队的筛选

在准备赛马过程中，在选择好了赛道之后，下一步要选拔出优秀的骑手。顶级的骑手不仅需要拥有应对马匹的专业掌控技巧以及精干的身材，还需要有应对比赛的丰富经验。而对于LP来说，投资的最终目标是获得最好的投资收益，在对私募股权基金进行了科学的投资组合规划和资产配置之后，投资人下一步的目标是选择合适的GP也即基金的“骑手”。然而，由于私募股权基金的存续期通常较长，部分长达10年以上，长期来看，LP需要对基金管理人的投资能力进行完善的评估。

在完成私募股权基金的资产配置后，LP的下一步工作是选择最合适的GP，即基金管理团队及其相应的基金，以期获得长期稳定的高回报。LP评估GP的维度，很多时候跟GP评估被投项目类似，其中对人的判断都是重中之重。市场变幻不定，投资方向也可能在基金的投资期内就有所调整。对LP来说，最关键的就是找到他们认可和信任的基金管理人，由其来判断市场，把握投资和退出的节奏。

本书第二篇第五章将对机构LP在评判GP私募股权投资团队方面常见的评估标准进行详细阐述，主要包含团队合作、团队经验、团队背景和团队激励机制等方面。

三、单只基金的选择

识别出好的马匹是赛马成功的关键因素之一，而每一匹马都有自己的性格和优势。对于LP而言，即使是对于同一基金管理人，其旗下的多只基金业绩也不尽相同。LP面对着大量的私募股权基金，它们投资于不同地区，遵循着不同的投资策略。对于在全球范围内运作的几千只私募股权基金，LP需要通过严格的分析来捕捉不同的投资机会。在这个过程中，最重要的是首先要建立不同地区和不同资产类别的最广泛的潜在投资库，然后从这个庞大的库存中找出一组可以投资的基金。在确保这些选出的有吸引力的基金投资从技术和法律角度看都合适的情况下，接下来就要尽可能迅速和有效地确定拟实际投资项目的名单。图3-4展示了这一投资流程。

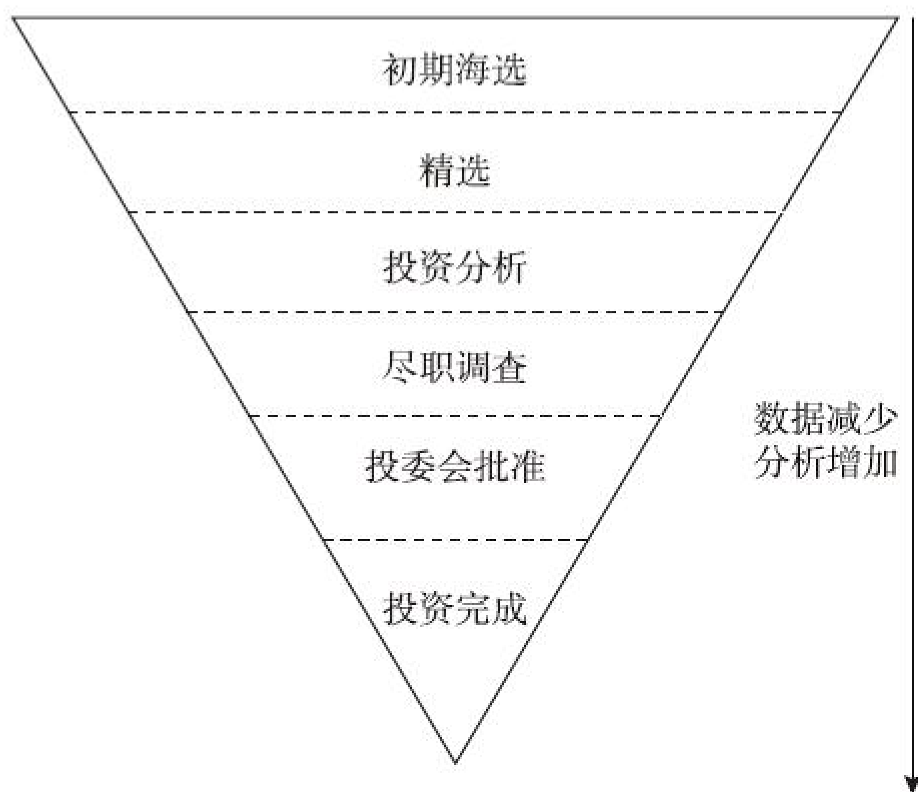

图3-4 单只基金投资流程

LP还需要知道是否可以接触到具体投资机会。在一些情况下，对于新投资人来说，接触到具有较高价值的投资基金较为困难，因为这

类基金设立的准入门槛使得大部分投资者难以获得投资渠道。因此，在上述基金投资的过程中，LP需要留心他们将来是否能够实际执行事先选好的所有投资，或者更通常的情况是，LP是否对希望投资的基金做出投资承诺。

在投资过程中，LP通过各种决策会议讨论投资机会，在每一阶段都会做出决定——是否有必要继续推进投资。在投资过程结束时（尽职调查阶段结束后）将形成结论，即是否进行投资。一旦投资机会最后确定，该投资机会就会纳入投资人现有的整个投资组合。在上述投资过程的初期，投资团队通常通过非正式会面管理投资机会。但是，在投资分析和尽职调查阶段，是否继续推进投资决策是由投资管理人正式任命的投资委员会决定的。

（一）投资项目初期海选

一旦LP对不同的GP在市场上的表现有了详细了解，他们就需要确保能够获取最大量的、最新的有关投资项目的信息。LP的目标是尽可能识别出更多的投资项目，这些投资项目在最高层的投资评估过程中仍具有潜在投资价值，能产生风险调整后的回报。当LP识别出单个的投资项目，他们会对该投资项目的好坏形成初步的判定。如果一个投资项目符合投资条件，他们就会将该投资项目放入投资决策过程的下一步来进行考察。为了找到最好的投资项目，LP需要对当地市场有充分的了解，这种了解可以通过不断累积投资经验获得，也可以借助当地的投资顾问来获取。

（二）投资项目精选

在投资项目的精选阶段，LP会对投资项目做初步分析，了解投资项目的特点。通常来说，筛选工作一般只涉及案头分析以及现有知识的应用，而与相关GP的工作人员进行面对面讨论的时间较少。在这个阶段，LP要寻找投资项目中“不能促成交易达成”的因素，对投资项目提出全面的宏观假设。破坏交易的因素可能因投资项目的不同而有差

异，或可能与LP的自身情况有关，比如投资组合的投资集中度限制。在这个阶段主要是从较宏观和中观的角度去阐述整体投资项目，提出建议并就该投资项目是否继续进入投资决策过程提出看法及缘由，以确定投资项目是否通过这一阶段的筛选。

（三）投资分析

对进入此分析阶段的投资项目，LP需要进行更进一步的分析研究，同时更多地与GP成员接触。在这个阶段，LP将花费大量精力来充分理解基金的投资前提并进行论证，了解GP的组织构架及其团队的工作能力。这里的分析包括定性分析和定量分析，并决定该项目是否值得做进一步的尽职调查。LP需要根据投资分析的结论和核心要素，做出完整、充分的尽职调查假设，提前罗列所有需要GP回答的问题。对于如何做投资分析并给出建议，本书第二篇第五章第二节将通过介绍基金业绩评估进行详细阐述。

（四）投资尽职调查

尽职调查是单只基金投资流程的最后一个阶段。这个阶段的目标是形成最后的决定，即是否同意投资于所分析的投资项目。在这个阶段，LP开展的尽职调查活动是基于在投资分析中建立并形成共识的尽职调查假设。尽职调查过程是一个耗时又十分注重细节的过程。它涉及大量的定量分析和定性分析，还可能会用到外部的顾问来解决具体的问题。本书第二篇第五章第三节会详细地讨论尽职调查过程。

四、基金监控

当LP投资了一只基金后，他们在投资中的角色通常是被动的。虽然许多基金设立了顾问委员会使GP能够与LP合作，但是投资决策的责任仅仅由GP来承担。对GP运营流程“募投管退”中的投资、管理和退出活动的监控是LP在投资过程中的主要工作。非正式的监控应该是持续进行的，但是正式的监控通常在特定的时期发生（如季度或半年）。

作为有限合伙协议的一方，GP将向LP就投资情况提供大量的详细信息（包括基金和目标公司的财务状况）。一般来说，GP可以为LP获取他们需要的信息，同时GP也越来越受到各种报告标准规定的约束，如国际私募股权估值（IPEV）。LP除了必须监控基金及其投资的财务进展情况，还必须监控GP的内部管理层情况，因为这些情况会对投资业绩产生实质性的影响。

基金监控的目标是确保GP遵循私募股权基金的投资战略，保证最低的业绩表现要满足或超出LP的期望。如果出现任何与可接受业绩水平的偏差，或者出现不可接受的GP投资管理行为，LP都应该有所行动。

第三节 LP私募股权投资组合的构建

对于LP而言，完全套用传统的现代投资组合理论分析私募股权投资领域的投资组合是不合适的，可能会带来相当大的风险。这主要是由于私募股权投资行业具有其特殊性，包括数据的获取、存续期问题、绩效衡量的标准问题等，无法通过现代投资组合理论进行收益、风险、波动性、相关性等的分析。

LP构建投资组合的目的是将不同性质、不同类别、不同方式的资产组合起来，达到收益—风险的最优化，以获得LP投资人的预期收益。本研究希望能从私募股权基金作为资产配置产品的特点入手，充分借鉴其他投资人的历史经验，分析私募股权基金的投资组合策略，并构建适合中国私募股权投资行业的投资组合策略。

一、私募股权基金作为资产配置的特点

从资产的成长性和流动性来看，资产组合可以分为如下类别：低成长、低流动性资产；低成长、高流动性资产；高成长、高流动性资产；高成长、低流动性资产。私募股权基金属于高成长、低流动性资产类别，但在基金的不同阶段其流动性并不相同。在私募股权基金成立初期，其成长性高但无流动性可言，还处在持续投资阶段，可以称其为负流动性；到私募股权基金成立后期，基金完成投资并开始获得相对稳定、不需要再投资的现金红利，其高成长性不变，虽然流动性仍然很低，但已经是正流动性。

投资者在设定一定的流动性要求的前提下，会将资金尽可能地向高成长的资产投放。设定一定流动性的目的主要是满足机构或个人正常业务运作及生活的需要，因此，对连续的流动性要求不高且闲置资金较充足的投资人适合进行私募股权投资。由此看来，机构投资者或资金充裕的高净值个人更适合配置私募股权基金。

此外，私募股权基金的波动性小，与传统资产组合的相关性小，基于此原因，投资者也愿意将其作为资产配置产品之一。目前，国际上机构投资者主要的资产配置除私募股权基金外，还包括股票、固定收益产品、现金/存款和房地产等，其中，投资于私募股权基金的比例一般在5%～20%之间。其中，机构投资者像耶鲁捐赠基金等，投资比例较大，一般远超过10%。投资超过10%的投资者大都为大型机构投资者，有能力和足够的经验可以筛选并投资一些高质量的基金。对于LP具体的投资实践，本书将在第七、第八章进行详细阐述。

在制定投资组合策略前，LP投资人首先需要有了解和识别高端基金管理团队的机会和能力。了解和识别能力不足会导致不同的风险特质和不同的投资路径。例如，一个投资人由于有限的资源和能力，接触不到顶级的私募股权基金经理人，接触的大多是二三流的私募股权基金，那么其对于整个私募股权投资行业的认识就会大打折扣，会认为该行业不值得投资。其次，投资人要确定承担风险和寻求回报之间

的平衡点，即要确定其风险偏好。在衡量一只私募股权基金时，LP投资人无法进行精确的计算来找到预期回报和可以承担的风险之间的平衡点，而只能做出投与不投的选择。最后，LP投资人要明确是否有其他战略目标，不同的目标会导致完全不同的投资组合。例如投行可能为了所投资的基金成为自己的理财客户，会在得到该客户后的利益和得到该客户的成本之间寻求一个平衡，这样的目标往往会导致更分散的投资组合，而单纯寻求经济回报的组合会更简单。关于如何采取具体策略来进行资产配置和投资决策，本书将在第二篇中的第四、五章进行详细阐述。

二、私募股权基金投资组合策略

私募股权基金的投资组合策略需要重点考量两个方面，合适的数量组合和合适的风险维度，在这两个维度的基础上，才能科学地构建私募股权投资组合。下面重点分析了数量组合策略和风险维度策略。

（一）合适的数量组合

从统计数据来看，LP投资人无论是投资风险基金、成长型基金还是并购基金，随着基金数量的增加其获得回报倍数概率也会大幅增加。具体的分析将在本书第四章的专题研究“赛道之争：中国LP私募股权资产配置策略”进行详尽阐述。

假设一个投资人没有任何选择私募股权基金的技巧，但可以接触任何高端私募股权基金管理人，那么该投资人只投资一只基金时，失去投进占总基金数量1/4的好基金的概率为75%，投资两只基金时失去此机会的概率为56%，投资3只基金时为42%，投资4只基金时为32%。按照这样的原则推论，只要新增的资产可能的最大收益比最高的成本高，就应该将该资产增加到投资组合里。尤其由于私募股权投资高风险、高回报的特点，很容易导致错过某些产生极高回报的投资机会，因此，设定一定数量的投资组合是必要的。但从另一个侧面讲，随着

组合的分散度增大，风险虽然降低了，但收益也降低了，因为分散化的最终结果会导致收益率变为平均值。此外，由于接触到好的基金的机会是有限的，加之随着尽职调查、投资及投后管理导致的法律等方面的费用增加，会降低预期的回报，所以也要适当控制基金的投资数量。

在考虑到分散投资风险和获得高于行业平均收益的双重因素下，LP投资人需要寻找一个平衡点，能够达到最佳的风险收益平衡。一般而言，这个平衡点为每年投资2～8只基金。

（二）合适的风险维度

和其他所有类别的资产一样，私募股权基金也具有两大类风险：一类是市场风险或者叫系统风险，另一类是资产本身所具有的非系统性或称之为特异性风险。前者是无法分散掉的，后者是可以通过分散投资来分散掉的。一般成熟的LP机构投资者每年至少投资5只以上的基金来分散非市场性的风险。

由于私募股权基金是在完成投资后的几年内逐渐退出的，所以其风险敞口随着时间的增加会逐渐降低。LP投资人如果要保持最适宜的风险敞口，需要每年投资一定数量的基金，而这种投资节奏可以保持在未来的几年内，不断地有基金退出，有新基金进入。考虑到一般基金的存续期为6～10年，再加上两次（每次一年）的延续期，共8～12年，基金的投资期一般为3～4年，如果在每个投资，即非退出周期内，投资人保持20只左右的基金，这样算来，该投资组合总的基金数量为50～90只较为适宜，相当于每年投资4～8只基金。

三、私募股权基金投资组合的构建

不同的基金有不同的背景和投资策略，以中国私募股权投资行业为例，有全球大型基金在国内的分支机构，传统意义的私募股权基金，还有天使阶段的投资基金，风险投资基金，成长期投资基金，并

购基金等。因此，投资人需要充分考虑不同基金的特点，构建投资组合以分散投资风险。

现代投资组合理论一般都会应用严格的数学方法设计投资组合，但对于私募股权基金而言，由于公开市场上的统计数据较少，同时可用数据的时间序列一般较短，因此无法根据历史数据构建一个普遍意义上的模型。另外，更为重要的是，由于私募股权基金的收益一般不呈正态分布，这些数据不能完全对应一些不确定因素所产生的结果。因此，在私募股权投资领域，投资人需要按照自己构建的设想来逐步优化投资组合，以满足自己的需要，以及达到最佳多元化水平和最佳的投资组合。

LP投资人可以借鉴欧美的私募股权投资案例，并结合在中国本土的私募股权投资行业经验，考虑使用“多维动态驱动策略”，即投资人首先要对自身有全面客观的分析，充分掌握自身的优劣势，继而对投资区域的经济环境进行分析，设计整个投资组合的基本战略，最后再考量不同私募股权基金的不同子维度来构建投资组合。关于“多维动态驱动策略”，将在本节的“扩展阅读”中展开讨论。

在不断进行私募股权基金投资及不断接触新的基金管理人后，来自基金的反馈将不断驱动LP投资人认识自我及对环境的认识，随着认识的深入，投资人不断调整投资组合策略，选择合适的子维度筛选私募股权基金投资组合，以期达到投资组合的最优化。

【扩展阅读】

LP视角下私募股权投资组合的多维策略选择

LP首先要对自身有全面客观的分析，充分掌握自身的优劣势，继而对投资区域的经济环境进行分析，设计整个投资组合的基本战略，最后再考量不同私募股权基金的不同子维度来构建投资组合。图3-5展示了LP构建私募股权投资组合的“多维动态策略”。

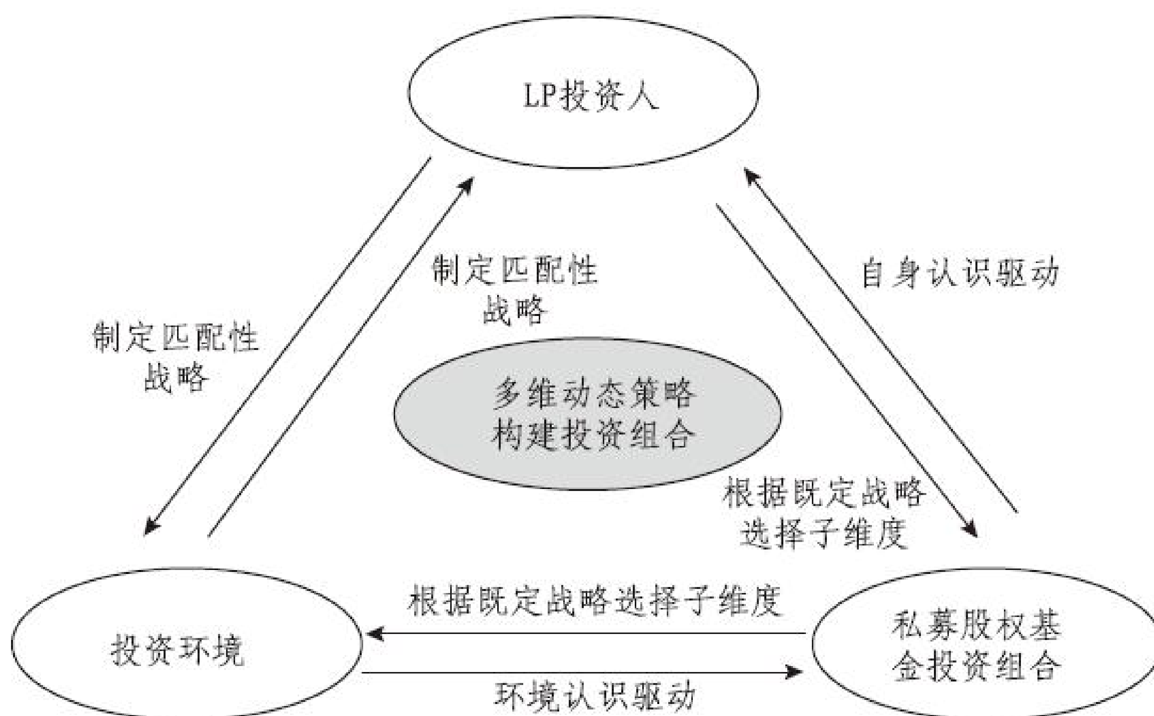

图3-5 构建投资组合的多维动态策略

LP投资人自身特点与设计整个投资组合的基本策略具有不可忽视的关联性，投资人无法超越自身明显的缺漏而选择一个不适宜的投资组合策略。例如，一个中国国内的投资人，对于欧美私募股权投资行业完全不了解，就无法去选择欧美的私募股权基金进行投资，如果LP投资人不顾自身明显的不足而去投资了欧美的私募股权基金，则将有非常大的概率获得不好的投资回报。因此，投资人对于自身清醒的认识，是选择投资组合策略的基本条件。

此外，私募股权基金的投资组合与其所处的经济环境和公开市场具有非常强的相关性，这种相关性直接影响私募股权基金的业绩。从统计数据来看，绩效差的私募股权基金与整体市场经济环境和公开市场的相关性更大，而绩效好的私募股权基金相关性反而较小。对于国内的私募股权基金，除与经济环境、公开市场有一定的相关性外，很大程度上还与国内的资本市场政策和股权投资行业政策具有较大的相关性。举例来说，2009年中国创业板推出，立刻拓展了国内私募股权基金的退出渠道，随着该退出渠道的畅通，国内

私募股权基金投、融、退都获得了超常规发展，业绩普遍获得较大增长。

LP投资人在构建投资组合时，要从私募股权基金不同的子维度考虑该组合策略，主要的子维度如图3-6所示。

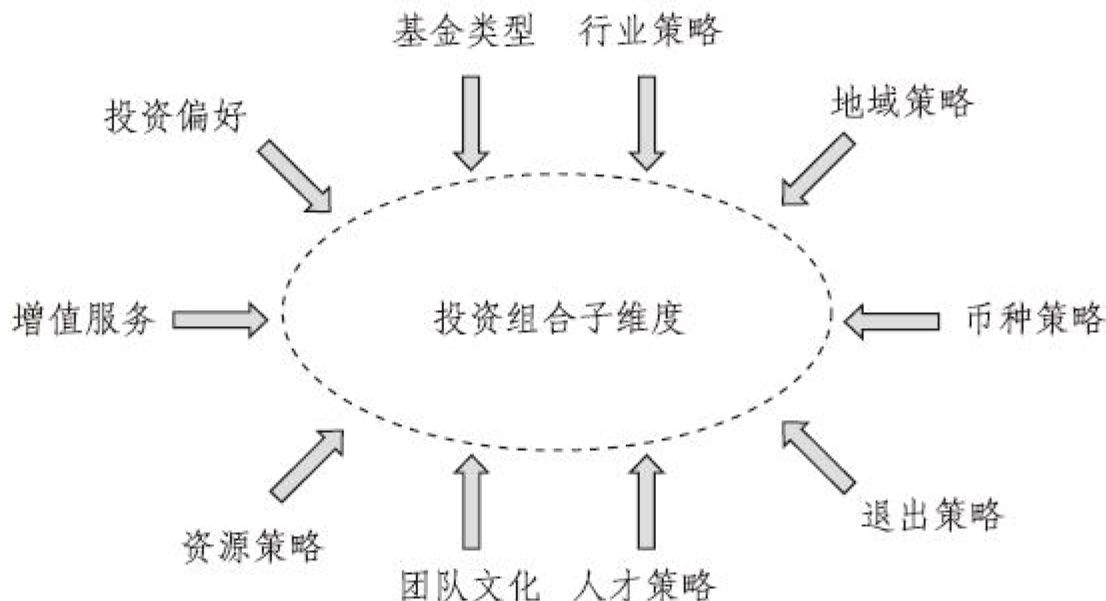

图3-6 投资组合策略的考量维度

（一）基金类型

私募股权基金的主要类别包括：天使投资基金、风险投资基金、成长期投资基金、并购基金、二级市场基金。其中，风险投资基金又包含早期阶段的风险投资基金（Early Stage Venture Capital）和晚期阶段的风险投资基金（Late Stage Venture Capital）。二级市场的基金有时也称为“秃鹫基金”，是指一些已经成立一段时间的基金的初始投资人，由于各种原因对资金的流动性产生迫切的需求，需要将持有的份额转让给其他出资人，专门接收此类转让的基金即称为“二级市场基金”。这种分类主要是根据不同基金的投资阶段不同而进行分类的，因此LP在构建投资组合时，要将不同类别的基金进行组合。

不同类别的私募股权基金显示出不同的风险特性，处于越早期投资阶段的基金，其预期的投资风险越大，预期的回报率也越高；

而随着投资阶段的后移，投资风险逐渐降低，但预期投资回报率也逐渐减少。

一般来说，风险投资基金的平均回报率远低于成长期投资基金和并购基金。但从历史经验和统计数据来看，业绩表现排名前25%的风险投资基金在10年内的平均回报率远高于同期的并购基金，这在表3-2中有所展示。

表3-2 美国股权投资基金的回报表现

IRR%	3 年	5 年	10 年	15 年	20 年
纳斯达克指数	12.4	−1.1	7.3	9.3	9.3
标准普尔 500 指数	8.7	−0.1	7.7	9.8	10.2
道琼斯指数	18.2	−2.2	7.7	12.6	10.0
罗素 3000 指数	13.9	−0.1	7.5	9.7	9.2
全美并购基金	16.1	4.8	9.8	11.4	12.9
全美风投基金	5.5	−8.3	27.5	23.2	16.7
全美前 25% 并购基金	27.0	18.9	28.7	27.1	35.0
全美前 25% 风投基金	18.8	0.7	89.5	49.5	32.5

该表展示了近20年来美国不同类别的基金平均回报率的数据。由此可见，选择有优秀业绩表现的风险投资基金会为投资组合带来优秀的业绩回报。

（二）投资偏好

不同的基金有不同的投资偏好，也就是不同的选择项目眼光。例如，有的基金善于捕捉市场机遇，选择能引起新爆发点的企业；有的基金善于选择具有自主创新技术的高科技企业；有的基金善于选择执行力强的团队；有的基金善于选择市场前景巨大的行业；有的基金善于选择被市场忽略或价值被严重低估的企业；有的基金善于选择近期上市、符合上市条件的企业，或者选择上述几种策略的不同组合。针对不同的选择项目的偏好，基金管理人团队会选择不

同的项目来源渠道，他们会借助一些有利于项目筛选、成功率更高、更顺畅的渠道来提高获取项目的效率。

（三）行业策略

基金管理人根据团队的不同背景和经验会选择不同的行业策略，一般来说，基金管理人会选择行业领域发展迅速、市场潜力巨大、未来3～5年存在大量投资机会的行业。或者，GP也会选择符合区域战略发展方向的行业，例如，有的基金选择医疗健康行业，有的选择清洁技术行业，有的选择信息技术行业，有的选择互联网行业或者几个行业的组合。基金管理人对自己熟悉的行业领域会有较深刻的认识和理解，因为专业性强，同时积累了丰富的行业经验和人脉资源，容易获得较多优质项目资源，对项目的判断能力较强，同时也有利于为被投企业提供增值服务。总的来说，在一个行业的投资案例越多，就越容易形成该行业的投资优势，也越容易形成所投资企业间的协同效应和资源整合，从而获得更多高盈利的机会。对于具体的行业策略，本书将在第四章第三节进行详细阐述。

（四）地域策略

基金管理人结合基金的投资特点，会考虑投资标的企业的集中度，同时基于对不同地域的了解和不同地域行业发展状况的不同，会侧重选择重点的投资地域。例如，有的基金管理人愿意选择经济发达地区，他们认为经济发达地区的企业家管理理念先进，更具有创新意识、战略意识和国际视野，企业家的执行能力、学习能力较强，企业的法人治理结构、诚信意识、财务管理、企业文化等方面相对规范、健全；也有的基金愿意选择经济欠发达地区，在经济欠发达地区，他们会遇到更少的竞争对手，从而能够通过管理人谈判获得有优势的价格，扩大盈利空间。对于具体的地域策略，本书将在第四章第二节中进行详细阐述。

（五）币种策略

基金管理人基于融资的难易程度和投资退出的考虑，会选择不同的币种策略，如有的基金专门募集美元基金，也有的基金专门募集人民币基金，还有的基金考虑不同的退出渠道和风险控制，采取双币策略。

（六）退出方式

根据所处的环境不同，基金管理人会选择不同的退出方式，一般为上市或并购退出。对于上市退出，由于不同地区、不同国家对上市企业的利润指标的要求不同（例如，国内上市要求企业达到一定的利润指标，而在美国高成长企业上市往往不需要盈利），基金管理人会根据所投资企业的实际情况选择在不同地区上市退出。同时，基金管理人也会考虑到不同地区上市，团队原有的经验、人脉资源，例如，是否与一些优秀的中介机构有过密切的合作，是否能够协助拟上市企业选择优秀、适合的中介机构，是否熟悉不同地区投资人的投资理念和方式，了解哪类公司更易获得当地投资人的青睐，以及退出的市盈率，以准确把握企业上市时机和地点。

（七）人才策略

在基金团队构成方面，有的是以运营经验为主的团队，有的是以投资经验为主的团队，有的是兼具运营经验和投资经验的团队，有的是以资源为主的团队，有的是国际化人才团队，有的是本土化人才团队，有的是国际化与本土化人才结合的团队等。LP投资人应该针对不同基金的人才策略，在尽职调查中进行详细研究，并作为其进行投资决策的一部分参考因素。

（八）文化和价值观

总体而言，LP投资人更青睐能够保持核心团队稳定、有较强的学习能力、有较好的合作意识、有合理的利益分配机制的团队。LP在尽职调查中需要考核该基金管理人能否吸引优秀人才加入，

同时能否共享资源并紧密合作，能否在运营过程中共享利益并共担风险，最重要的还需要考察基金管理人核心团队的稳定性。

（九）GP的独有资源

GP的资源包括所投资行业的资源、企业家资源、天使投资人资源、专家资源、政府资源、上市通道资源、股权投资行业合作资源、企业资源以及其他资源。随着私募股权投资行业的发展，中国私募股权投资行业核心竞争力的发展趋势发生了巨大的转变，从单兵作战向团队作战转化，对资源的整合和优化提出更高要求。从单个人到单个项目再到明星项目产生效应，GP应该拥有正确的投资策略、强大的团队整体实力、高效的投资流程、合理的分配机制以及健全的风险控制体系。

（十）不同的基金增值服务能力不同

有的基金擅长帮助企业进行公司治理结构的调整，有的基金擅长帮助企业进行财务优化，也有的基金擅长帮助企业海内外上市，不一而足。不同的增值服务策略和增值服务能力会使基金具备不一样的投资风格。基金管理人的团队不仅需要协助公司进行团队建设，也要制定发展战略。一方面，这包括改善被投公司治理结构并提升其管理水平，协助被投公司进行财务优化，协助其在海内外上市。另一方面，也要协助被投公司拓展海内外业务，帮助其寻找供应商、专家顾问等合作伙伴，并寻找兼并收购的机会。

专题研究 LP投资的风险敞口

从出资人角度来看，私募股权基金大部分的资金来自LP，故而GP对基金的资金往往只是享有管理权，这一方面是因为GP基本是经营私募股权基金的专业机构，而LP大多没有专业知识以及充分的经验、时间和精力来管理，也就是说私募股权基金很大程度上就是LP把自己大

额的资金拿出来交到陌生的GP手里，在不短的时间内任由这些“陌生人”支配、管理，可以想象LP内心的不安全感及其认为的风险的巨大。

在构建了投资组合后，LP投资人还需要不定期对投资组合进行评价，以不断衡量其投资风险。对于私募股权基金投资人LP来讲，其投资的私募股权基金的中期净资产值的升跌相对来讲意义不大，伯恩斯坦（Bernstein）在1996年曾指出，资产中的固有风险只有和投资人的责任联系在一起才是有研究意义的。变化的研究应设定一定的基准参数或者设定投资人预期达到的最低回报率，在此基础上，LP投资人需要关心投资的回报风险和资本风险。

回报风险是指LP的私募股权基金投资组合达不到设定的目标回报的概率，即投资组合目标回报的未达成概率，如以下公式所示：

$$P(IRR_{p,t}) \le IRR^*$$

在这里，$IRR_{p,t}$是投资组合P在设定的t时间段结束前的某一时间段内的内部回报率，IRR^*是目标RR在t时间段结束时的回报率。

资本风险是指私募股权基金投资组合产生小于零的回报导致LP某种程度的主要投资本金的亏损，即私募股权基金投资组合亏损概率，如以下公式所示：

$$P(IRR_{p,t}) \le 0$$

以上两种衡量方法都属于短缺风险的表述方法，也就是说最低回报率无法达到的风险，事实上，资本风险是当预期回报率设定为零的回报风险的一种特殊状态。

一、投资组合中企业层面的风险敞口

在对基金投资组合中的企业层面进行风险敞口分析时，该基金的性质主要由已投入的现金价值来决定，其承诺出资但还未实际投入的部分并没有市场性的风险，只有已经投入的部分才有系统性的风险敞口。已投入的现金随着市场的变化而波动，衡量企业层面的风险敞口，理论上可以使LP投资人更好地监控该企业未来是否从其当初公布的投资策略中转变。

不同企业在不同阶段对市场的风险灵敏度不同，组合中的企业保持各自独立的随机性运行。如果基金管理人团队将主要的资金和管理上的资源都给予了主要承诺出资的企业，其他企业得到的资源就变少，它们成功的概率就变低。

二、投资组合中基金层面的风险敞口

基金层面的风险主要是基金管理人及投资策略的风险，这种风险可以用对冲基金母基金的操盘风格的分散多元化来对比，使LP投资人对基金层面的风险评估比对投资组合中的企业层面的风险评估容易得多。原因是，基金初期是一个盲洞，一直到基金正式关闭的那天才能根据基金管理人公布的正式投资策略对未来风险敞口进行一个相对准确的预估。

从另一方面讲，这也给基金评价提供了一个相对初期的定性方法，市场、投资策略、管理团队及可能的投资组合企业，都给基金未来投资方式和策略发生变化带来了可能性，也给基金的投资运作带来了灵活性，所以未来实际的基金风险敞口会随着这些因素的变化而改变。由于私募股权基金的低流动性，LP投资人对以上因素进行干预的可能性非常低。在一个大型的投资组合里，这种基金投资风格策略的变化会被分散掉，但我们也发现，更多的情形是“趋势化的策略”，即更多的更集中化的投资策略会被运用。

在衡量基金层面的投资组合风险时，LP投资人主要考虑以下指标：承诺出资额，已投资企业的资产净值及承诺出资额，营业时间（NPI）及承诺出资额，或者最终只用资产净值来衡量。具体的分析将在本书第五章展开详细论述。

第二篇 LP的配置策略：选好“赛道、骑手和马”

第四章 私募股权基金的战略性资产配置

在第一篇介绍了私募股权投资生态系统和LP的角色定位后，本篇主要针对LP的资产配置进行详细阐述。从战略性的资产配置到基金管理人团队的选拔，再到具体单只基金的业绩识别，自下而上地逐一进行分析。本章将针对战略性的资产配置，即上述提到的赛马准备过程中“赛道”配置问题进行深入探讨。对于赛马而言，场中的赛道可以多种多样，如速度赛道、障碍赛道、越野赛道以及马术赛道等。不同的赛道有着不同的速度和技巧要求，而对于买赛马票的观众而言，其对应的投资和风险也不尽相同。

与此类似，不同的基金有不同的背景和投资策略，有早期的风险投资（包括天使投资），也有后期的成长资本，同时还有大型的并购基金等，而各类基金也有不同的基金规模。此外，LP还需要考虑配置的地域位置和专注的特定行业。因此，LP投资人需要充分考虑不同基金的特点，合理配置自己的“赛道”，构建投资组合以分散投资风险。

第一节 私募股权基金类型

私募股权基金是一个很宽泛的概念，用来指称对任何一种不能在股票市场自由交易的股权资产的投资。20世纪80年代中期，私募股权公司开始投资于各种专业化领域。私募股权基金一般可以按照所投资公司的类型或投资工具进行分类。具体而言，通常的分类是风险投资基金、成长型投资基金、并购基金、夹层基金以及不良资产投资基金。

一、风险投资基金

风险投资基金（Venture Capital）是指主要投资于初创企业（尤其是高新技术企业）的基金，特点是投资金额小且多为少数股权投资，具有高风险和高回报。风险投资基金是私募股权里较为宽泛的一个分类，主要是对处于发展早期的公司进行投资，通常和有高增长潜力的投资和创新型公司有关并且通常关注新技术（如清洁技术）。这些新成立的公司由于成立时间短，企业价值主要还是表现为难以估价的无形资产，所以信息不对称问题较为突出。

风险投资基金通常在所投资的目标公司中持有少数股份，并且投资人经常与其他风险资本投资人联合进行投资。虽然风险投资基金仅持有目标公司的少数股份，但却拥有保护其投资的重要权力，如主要决策或董事会席位的否决权。风险投资基金投资在公司早期发展的不同阶段，每一个阶段都代表了一家公司在成长中不同的里程碑，投资目的是从投资中获取资本利得。在此类基金投资组合中，那些刚起步的高增长潜力公司通常没有足够的财务能力支付股息或利息，风险投资基金不但向被投公司提供了必要的资金，而且还提供了重要的公司治理建议，特别是提供了金融、管理和公司发展战略方面的建议，同时还为公司拓展业务网络提供了机会。

二、成长型投资基金

成长型投资基金（Growth Fund）主要是投资于高速扩展期企业，特点是投资规模中等，一般占有少数股权，风险和回报水平适中。成长期投资往往是一个公司的第一次机构化融资（First Institutional Round），而且一般都是一家独投，不会是辛迪加模式的联合投资。这里需要说明的是，部分高成长型公司在初创期不需要对外融资而在成长期才需要是有原因的。这些公司往往是一些现金流稳定并且只需少量启动资金就可以实现盈利的公司，如大消费、金融服务、医疗服务、技术型工业制造等领域的公司。国际知名的成长期投资机构包括

TA公司（TA Associates）和顶峰投资（Summit Partners）。在发达国家，成长期投资有时会使用少量杠杆，但一般不会超过2～3倍EBITDA，而相比之下，并购类投资一般杠杆会在4～5倍EBITDA水平。

这里需要明确成长型投资基金与后期风险投资基金的区别。后期风险投资基金本质上还是属于风险投资策略的范畴，公司在此之前一般都有过好几轮的风险资本融资，并且往往会与多位投资人联合投资。例如，全球著名的老虎基金（Tiger Fund）和俄罗斯数码天空科技公司（Digital Sky Technologies,DST）等都属于后期风险投资基金。

三、并购基金

并购基金（Buyout Fund）是专注于对目标企业进行并购的基金，其投资手法是通过收购目标企业股权，获得对目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组改造，持有一定时期后再出售。其主要投资于成熟行业中的成型企业，特点是投资规模大，通常为并购控股，风险可控且回报稳定。

并购基金通常会通过使用一定的金融杠杆进行投资（Leveraged Buyout），完成从股东手中收购一家公司或公司的一个部门的目标。在并购基金交易中，投资人一般向目标公司投入一定的自有股本金，剩下的收购款通过银行杠杆贷款、公开市场融资（非投资级债券或垃圾债券）或夹层基金等渠道解决。自有股本金投入比例视具体情况和其他投资人的投资意愿而定。一般来说在30%左右，同时在5%～50%之间变动。被收购的目标公司一般具有较为成熟的业务模式，因而公司日常经营产生的现金流就可以用于偿还杠杆融资结构的债务本息。

由于私募股权投资人将资金托付给基金后需在较短期内退出投资，并购基金交易在公司融资中所占比例仍在不断增加，从全球范围来看，其目前是最大的私募股权基金类别，管理资金总额大约是风险

资本的3倍。并购基金在投资中会采取各种策略，但最为关键的是力求获取目标公司控股权。

四、夹层基金

夹层基金（Mezzanine Fund）提供的是介于股权与债权之间的资金，其作用是填补一项在考虑了股权资金、普通债权资金之后仍然不足的收购资金缺口，通常是杠杆收购特别是管理层收购（MBO）中的一种融资来源。

夹层基金是在20世纪80年代中期出现的。当时，投资人开始使用可与股东分享部分权益的次级债券（以认股权证的形式），为高杠杆收购投资（LBO）提供另一层债务融资（即夹层基金）。大多数在名称上带有“夹层（Mezzanine）”字样的私募股权公司都进行此类投资。夹层基金所投资的次级债券常常采用部分累计利息的结构，只有部分利息会定期以现金支付，剩下的利息滚动到本金里，在债券的到期日支付。通过认股权证获得与股东分享部分权益的机会，使投资人在股价上扬时获得额外的回报，从而可以补偿投资次级债券所承担的较高风险。

五、不良资产投资基金

不良资产投资基金（Distressed Investment Fund）主要是对处于财务状况恶化、濒临破产或者刚经过重组的受压公司的投资。具体而言，不良资产投资主要针对一些特殊情况，尤其是处于财务困境的公司。许多不良资产投资是以并购方式进行，主要包括两种类别：一种是“为控股而收购”策略或“以贷款换股权”策略，主要使用基金并购债务证券来让公司从股本的重组中获得重新发展；另一种是“特殊形势”策略或“周转”策略，主要是利用基金向面临经营或财务困难的公司提供债务和股本投资。

【扩展阅读】

中国私募股权资产的类别和特点

由于中国私募股权投资业处于发展初期，投资总价值占GDP的比例依然很低。发展到现在，私募股权投资已经成为中国多层次资本市场的重要组成部分，在中国方兴未艾。

总体而言，私募股权投资在中国主要有以下几个特点：

起步晚，但已经开始管理中国乃至全球最优质投资人的资源。

发展快，领先的本土私募股权管理机构在资金管理规模、专业团队、增值服务等方面的优势迅速提升。

空间大，不断完善的政策环境、中国广大的市场以及改革开放30年培育的大量优秀企业，为私募股权投资提供了广阔的发展空间。

结合当前实际的行业情况，目前中国主要的私募股权基金类别总结（如图4-1所示）如下：

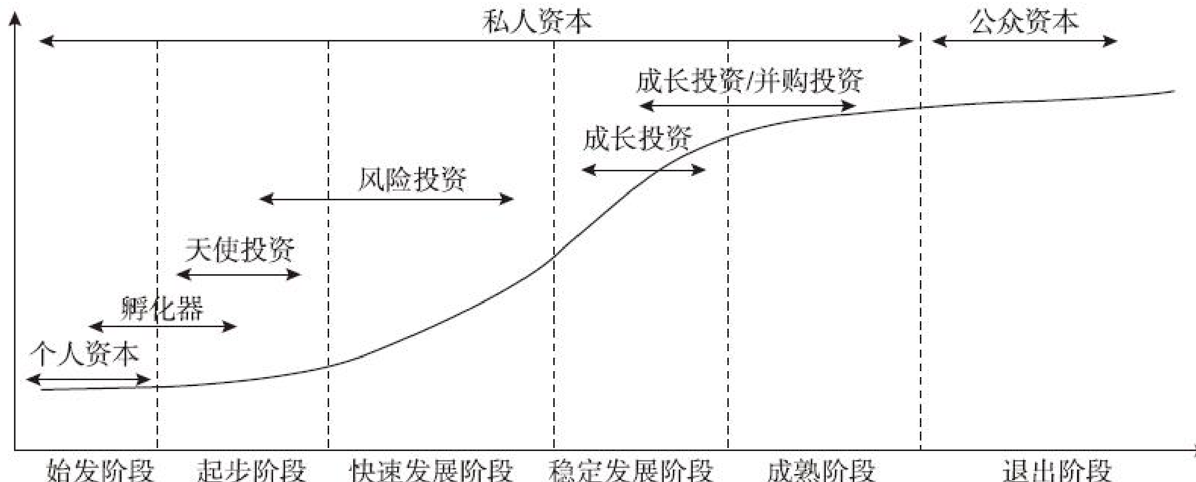

图4-1 中国私募股权资产的多层次类别

成长资本：包括科技、媒体、电信、工业、汽车、消费品、零售、物流、金融服务、卫生保健、医药和房地产在内的各个行业的公司将需要成长资本。成长资本是中国私募股权最主要的投资风格。

风险投资：中国的风投市场在近年来也发展强劲，由于上市前私募投资（Pre-IPO Investnent）的机会越来越少，已经有很多成长期的私募股权公司开始涉足早期市场。

大型与控制类股权并购：包括国有企业私有化。随着中国政府持续出售资产，将国有企业私有化，这就产生了潜在的机会，即投资于具有现有客户基础的规模企业，不过这个市场对于大多数私募公司来说很难涉足。

资产剥离：过去10年中在中国有大量的外国直接投资项目，其中一些跨国企业打算出售一些业绩不佳的业务。这就使私募股权基金有机会投资于这类企业并在大企业之外的环境下改善其业绩，从而获得具有吸引力的投资回报潜力。

特殊机会以及复杂交易：宏观经济周期逆转、产业格局发生重大变化与经营失误常导致企业陷入财务困境，从而带来重组型特殊投资机会，市场竞争与产业整合推动企业境内外并购。

第二节 地域覆盖的选择

面对全球范围内不同地域的经济环境和投资需求，当今LP拥有了更多元化的投资选择。与此同时，现阶段跨境资产配置受到了越来越多LP的青睐。对于私募股权投资而言，发达国家的成熟市场与发展中国家的新兴市场也有很大的差异，不同地域的覆盖能使投资多元化，同时使风险分散化。LP需要采取系统化的分析方法评估不同地域的市场机会并做出投资抉择。具体来说，对于地域覆盖的选择框架可以从宏观经济、中观市场到微观公司分别进行分析，自上而下地考察当地投资环境并形成对市场机会的基本判断，具体考察的维度如下：

宏观经济：当地基础经济环境和外汇风险。

中观市场：当地的私募股权行业结构和估值指标。

微观公司：当地的公司文化驱动力和治理标准。

虽然上述分析有一定挑战性，但是最后却能给LP投资人提供具有操作性的资产配置决策。该资产配置决定可以清晰地说明LP在不同地域资产配置的比例情况。

一、宏观经济分析

（一）基础经济环境

私募股权投资本质上是有周期性的。形成投资决定前，首先需要考虑潜在投资地域的当前和未来的宏观经济环境。一般来说，经济环境可从不同的几个方面分析其是否有助于私募股权投资。合理的分析指标包括人均GDP及其增长率、劳动力市场状况、当前和预计的通货膨胀率、利率以及汇率情况。对宏观经济的分析还应考虑被考察的经济环境中存在的任何结构性不平衡带来的影响，例如过高的个人负债状况。

宏观经济分析要考虑投资的不同时点，形成对当前经济所处周期的判断。在经济的不同周期，不同的投资标的会出现不同的投资价值。比如，从投资时机上看，并购基金的主要投资一般是逆周期的。如图4-2所示，在同等条件下，投资的最好时机是经济增长的下滑期（阶段3），该时期GDP增速低于趋势水平、通胀率降低同时上市股权价值低。而退出的最好时机是经济扩张期（阶段1），该时期GDP增速高于趋势水平、通胀率上升同时上市股权价值高。

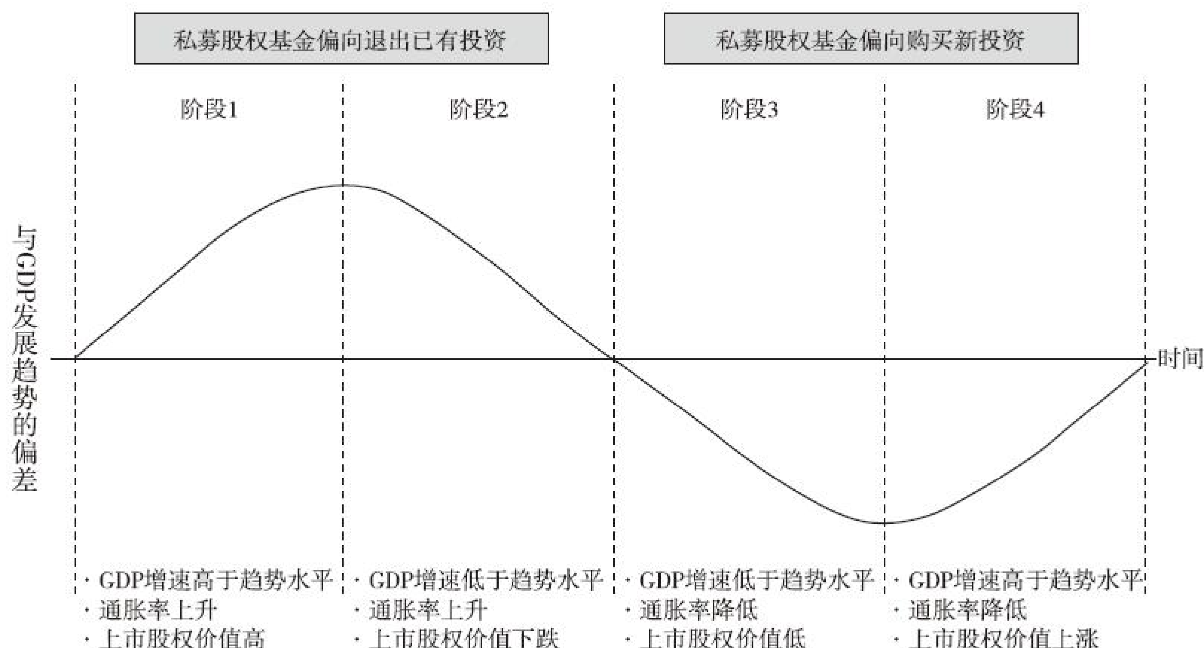

图4-2 地域配置中宏观经济分析的逻辑框架

（二）外汇风险

对于宏观经济的考察，LP投资人需要考虑两个相关的外汇风险。第一个外汇风险产生于LP投资基金的货币与私募股权基金的计值货币的错配问题。当投资人向以其他货币计值的基金做出投资承诺买入基金时，如果货币即期汇率向不利于有限合伙人的方向浮动，就会产生外汇风险。在极端情况下，货币出现大幅波动，甚至可能会引发LP出现资不抵债。第二个外汇风险来自私募股权基金的承诺资金与被投公司计值货币之间存在的错配问题。这类外汇风险不会对LP产生直接影响，但它将影响进行该项投资的私募股权基金的业绩表现。

LP需要充分理解所投资的私募股权基金的业绩是由哪些主要因素决定的，尤其是要理解业绩是否会受到目标投资公司计值货币的汇率变动所带来的有利或不利影响。如果一家目标投资公司价值在私募基金的投资池中占的份额很大，而它的价值是用另一种货币计值的，外汇风险就会对整体的基金业绩产生重大影响。为了做出更好的投资决策，LP需要理解如何对冲可能发生的外汇风险。

二、中观市场分析

（一）私募股权结构性驱动因素

从中观市场的角度来分析，当地私募股权投资的结构性驱动因素对于确定其是否具有市场吸引力是非常重要的。对此类因素的分析，LP需要首先理解该地域或国家私募股权的市场渗透情况。例如，通常使用的度量方法是该国每年的私募股权投资占GDP的比重，由于该指标相关数据可以较容易地从许多市场上获得，同时能够通过多个年份的数据进行对比，所以在业界被广泛使用。其他常用的市场渗透率度量指标有特定地区并购市场的广度和深度，以及私募股权交易在全部投资活动中的比重。

除了市场渗透率，LP还需要关注产业结构，特别是该经济体内不同规模的企业实体的数量。例如，德国经济就以中小型私人企业（Mittelstand）数量多而出名。此外，LP还可以进一步研究在该特定市场完成的私募股权交易的规模以及在一段时期内的变化趋势。

（二）行业估值回报倍数

任何一笔交易，价值创造主要来自买入和卖出一项资产时相应收益倍数的差。LP对当地私募股权市场的分析需要考虑其具体的回报倍数。市场间的结构差异会影响平均准入倍数（Average Entry Multiples）。比如，从历史上看德国市场的乘数要低于北欧市场，这种现象部分是由这两个市场上完成的特定交易导致的。在分析估值指标时，当地市场上GP的运作特点也会使分析更为复杂。再比如，许多规模较大的在亚太地区投资的GP总部设在中国香港地区，统计数据就会受到这些GP从事的巨额交易的影响，这些交易往往比小额交易有更大的回报倍数。此外，由于信贷的影响，交易回报倍数的评估也可能需要分析不同市场间特定的债务结构和债务倍数情况，这类信息可以从信用评级机构（如标准普尔）获得。

此外，由于私募股权基金的募集一般有5年的投资期，对于当前已承诺但是没有投资的资本金额，需要考虑它当前反映了多少年的交易价值并分析估值指标会如何变化。例如，在2008年国际金融危机后，未投资的已承诺金额达到了历史最高值。与此同时，分析行业的估值水平时，还应该将其与该地区私募股权市场的历史估值指标进行对比，并将它们与公开市场的回报基准进行对比分析。

三、微观公司分析

（一）文化驱动力

虽然私募股权投资近几年在全球发展迅猛，但是在对私募股权文化内涵的理解上，各个地区的市场仍然参差不齐。最关键的问题在于，各地区对私募股权作为确保公司控制权变化的一项机制的文化认同和理解程度存在差异。各地区在发展对私募股权的文化认同和理解的进程中，主要的影响要素包括政府对自由市场实践的支持力度、该国的企业家文化以及该经济体中股东和公司管理人之间的代理关系类型。LP应该在市场上累积的经验，并且借助扩展的关系网，分析研究当地市场的文化驱动力。

（二）公司治理标准

对于公司层面的微观分析，LP需要研究当地对公司治理质量标准的看法。LP需要理解在各国各地区不同的公司治理制度。尤其是要评估现有的法律和会计制度框架，理解现任政府的方针政策，以及它们对经济发展、企业增长和财政政策可能产生的影响。对于LP而言，要想充分理解一个特定市场上现有的客观状况，常用的一种方式是寻找一家全球性的法律公司进行合作。

【扩展阅读】

LP视角下全球新兴经济体的配置策略

全球范围内，新兴市场的人口和土地面积几乎超过了世界总人口和总面积的80%。由于新兴经济体的金融市场还不够发达，在基础建设和通信投资项目上仍然有很大的资金需求。因此，私募股权投资的LP对这些有融资需求的基金管理人兴趣在逐年递增。与此同时，跨境投资的需求推动着全球各地的LP投资人都在寻找新兴经济体，希望分享它们经济增长带来的回报。

与中国市场一样，全球范围内的新兴市场的共同特点就是变化迅速，所以讨论起来颇有难度。本节的扩展阅读希望能建立一个基本的框架，向读者说明LP在进行新兴经济体私募股权投资的重要问题。需要说明的是，本书所指的“新兴经济体”需要满足两个标准：其一，处于过渡阶段，通常是从封闭经济到开放经济过渡，并启动了改革方案。其二，处于经济快速发展阶段，做出了大量努力改善经济，并向发达国家看齐。

（一）新兴经济体私募股权投资的驱动因素

在过去几年中，新兴市场私募股权投资机会的数量和质量都有了显著改善。投资机会的充分流动能够有助于建立起本土的投资团队，从而可以明显提高私募股权项目交易的质量。从宏观趋势来看，主要是由于20世纪90年代以来向市场经济转型并实施经济自由化的政策，使新兴经济体的创业企业增加，商业活动繁荣，私募股权的潜在投资机会也随之增加。与此同时，各种对外开放的政策增加了商业扩展的机会，加大了竞争的压力，导致更多的企业主寻求私募资金。此外，那些认为对公司的直接控制权才是家族地位和财富象征的观念逐渐淡去。因此对第三方资本参与股权融资的抵触态度也逐渐减弱。

一直以来，新兴经济体对风险资本投资者较有吸引力，而且最近几年愈加如此，这主要是因为新兴经济体具有较高的增长率和较高的预期投资收益。但是，对于LP而言，需要关注以下可能影响新兴经济体私募股权投资的因素。

预期增长率和市场规模。发展中国家的经济增长率往往高于成熟发达国家的经济增长率，这是推动私募股权基金投资于当地企业的主要动力。与此同时，市场规模也是大多数LP投资者考虑的关键因素。目前受关注最多的是“金砖四国”：中国、巴西、俄罗斯和印度。

政治稳定。政治稳定是LP投资人考虑的一项重要因素。例如印度目前国内政治局势稳定，和平地实现了新旧领导人权力的交接。相对而言，理性投资者对内部政局不稳定的新兴地区的投资兴趣比较小。

法制环境。部分新兴经济体的公司和投资保护法得到修订，公司治理准则得到应用。透明度和信息披露得到了改善，国际会计准则也被越来越多地采用。法制环境以及会计和公司治理实践为外来投资人的成功提供了良好的条件。

对私募股权投资的接受程度。由于私募股权投资是较为长期的投资，而且需要有利的环境促进新业务的成功，立法政策和市场进入壁垒常常会对私募股权投资产生重要的影响。增长率高且有相应配套投资政策支持的行业自然就吸引到了更多的投资。

资本市场的发展阶段。私募股权投资和公开股票市场的发展之间存在紧密联系，通过IPO上市实现退出是最大投资动力。

当地私募股权市场的成熟度。LP更偏好当地私募股权市场更为成熟的国家，主要表现在参与者和配套机构的数量，包括律所、投资银行、小型专业并购公司、审计师、咨询顾问等。

技术性人力资本储备。许多新兴国家具有较好的高等技术类学科教育，那些拥有充足的技术性人力资本，将比只拥有低收入劳动力资本的国家对于LP更具有吸引力。

基于以上考虑，LP投资者优选中国、印度和中东欧地区，对拉美地区的投资兴趣也在增加。相对而言，较少关注东南亚、独联体国家和非洲。

（二）新兴经济体投资风险

虽然新兴经济体的预期增长和创业机会对机构LP投资者来说很有吸引力，但是投资的潜在风险也不能忽视。LP在做出投资于各个新兴经济体的决策之前，必须权衡好风险与回报情况。

经济风险。虽然新兴经济体的长期增长潜力很强劲，但是增长的过程可能会出现波动。同时，新兴市场国家的经济高速增长对食品和矿产资源的价格造成了压力，导致这些国家的通货膨胀攀升，这对以中期投资为主的LP投资者产生了不确定性。

政治风险。LP投资者需要警觉当地可能发生的政治冲突，这些冲突会演变为战争、暴乱或不可预期的法律变化。这些都会对已投资项目产生负面影响。政治冲突也与宏观经济不稳定有关，通货膨胀、金融体制不健全、高失业率或负增长率，都会迅速削弱一家公司的吸引力。LP投资者应该优先进行有效的政治分析以及持续地关注新兴经济体的政治前景。

货币风险。从整体来看，大多数新兴经济体的货币仍然波动较大。跨境配置的LP应对这种特别风险的一种方法是在不同新兴经济体配置私募股权基金，通过多样化减少货币波动带来的潜在风险。另一种方法是通过使用货币市场上交易的衍生金融产品为外币投资套期保值。

监管风险。在新兴经济体取得成功，需要LP投资者熟悉复杂的法律环境以取得竞争优势。许多新兴经济体的法律和监管环境经常会有变化，复杂的监管和许可证要求在不同国家、省份和城市都会不同。同时，法律框架的实施和执行的问题在新兴经济体较为突出，因为本土的企业主很可能会对法律体系产生一定的影响。此外，LP投资者可以尝试结合当地的特色建立起一套创新性的金融和法律结构。

公司风险。在新兴经济体，投资者权利保护较为薄弱，法律法规的执行力度不足，LP投资者在负责的基金管理人及其所投公司进行公司治理时，必须留意管理的质量。公司的管理和治理质量，以及公司报告信息的准确性可能成为投资能否成功的关键因素。这主要与公司治理、管理质量和信息披露中存在的不足有关。

（三）新兴经济体的投资策略和特点

进入新兴经济体的LP投资人需要做好在这些市场长期投资的打算。如果不能做这种打算，他们可能将面临来自当地的投资人和已经本土化的境外投资集团的强大竞争压力。在当前私募股权市场参与者较多的情况下，LP的资金更多成了一种商品，因此投资人需要使自己具有与众不同的特质。LP需要建立起成功的声誉，培养起市场对其的信任，而达成这一目的的唯一方式是在新兴经济体付出更多的时间。这也会使LP培育出与当地投资伙伴的稳固关系，这些投资伙伴能够帮助寻找优秀的基金管理人和投资项目，收集有助于对其配资进行更好评估的本地信息。

就中国的LP而言，现在越来越多的机构投资者希望能够“出海”，实现跨境资产配置，而部分高净值个人也是寻求各种渠道在海外投资，以分散风险并减轻人民币贬值的影响。除了欧美等地区的发达国家，新兴经济体凭借其低门槛和高收益成了很多国内LP的关注对象。但是，很多LP未能解决好不同地区文化和知识信息方面的差距，从而不能很好地理解某个新兴经济体为什么会力推某类投资项目。

实际上，成功的LP应该设立当地的办公室，与当地的众多基金管理人建立合作关系，让当地的基金经理共同参与最后的投资决策。如果闭门造车式地进行投资决策，那么当地的许多关系可能就无法发挥作用。如果当地代表的意见总是不被重视，他们会因有挫败感而离开，而优秀的当地代表往往是不可替代的，他们的知识和关系是很难被轻易复制的。因此，对于LP而言，在新兴经济体投资的关键是掌握当地的知识和资源，不仅仅是雇用当地合作伙伴，而且要进入这些市场中学习并与当地合作伙伴建立坚固的信任关系。

第三节 特定行业的专注

从全球范围来看，随着企业层面科技的进步和GP层面竞争的日益激烈，无论是GP的直投策略还是LP的资产布局，私募股权基金现在越来越呈现出专注于特定行业投资的特征。特别在中国市场上，近几年在私募股权投资行业，越来越多的基金聚焦于TMT[注]、医疗健康、节能环保等新兴领域，与此同时“互联网+”“工业4.0”等概念也受到追捧。

根据清科研究中心提供的数据，如图4-3所示，2014年在中国的股权投资市场所发生的3626次投资分布于24个一级行业中。从投资案例数方面看，互联网行业以959次交易位列第一；电信及增值业务其间共发生617次交易，排名第二；第三名为IT行业，全年共发生投资298次。从投资金额方面看，如图4-4所示，房地产业以96.56亿美元的成绩稳居首位；紧随其后的是能源及矿产行业，2014年共涉及投资金额79.16亿美元；之后是互联网行业，共产生79.02亿美元的投资金额。总体来看，新兴产业的投资活跃度较高，而传统产业的平均投资额较大。

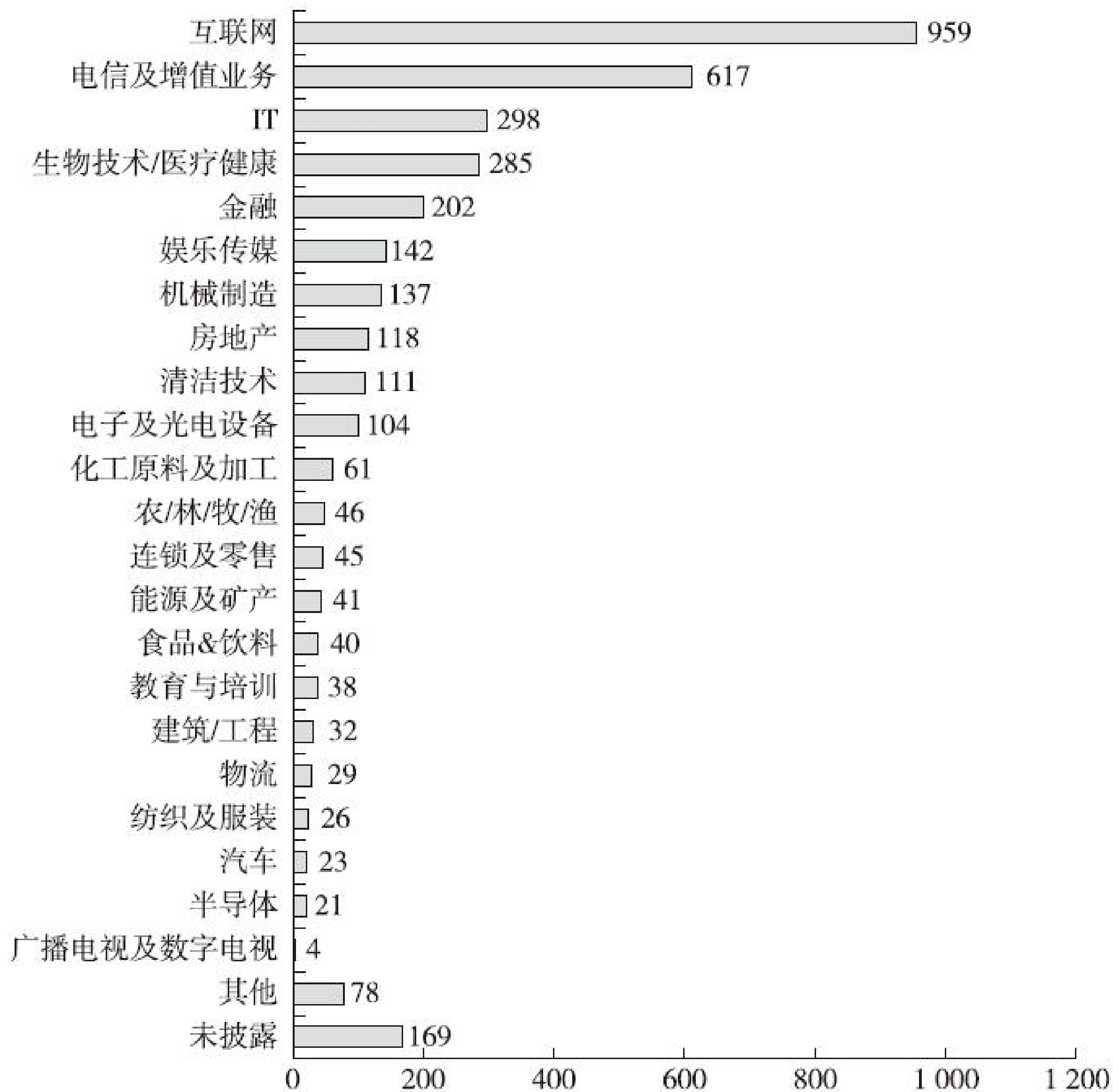

图4-3 2014年中国股权投资市场及行业投资分布（按案例数，个）

对于LP而言，其在进行资产配置时也会考虑相关的特定行业，选择那些专注某行业GP的私募股权基金进行投资，以达到行业的多元化配置和专注深度挖掘的平衡。虽然现在市场上的机会越来越多，但私募股权投资周期长且由价值驱动，许多时候需要根据市场的需求调整自己的投资策略。就目前而言，市场上有许多专注投资特定行业的GP，以供LP在进行资产配置时选择。例如，专注于投资TMT行业的银湖资本（Silver Lake）和DST等，专注于投资医疗健康行业的奥博资本

（OrbiMed Capital）、维梧生技（Vivo Ventures）、富达亚洲风险投资（Fidelity Asia Venture）、华澳资本和景林资产等。

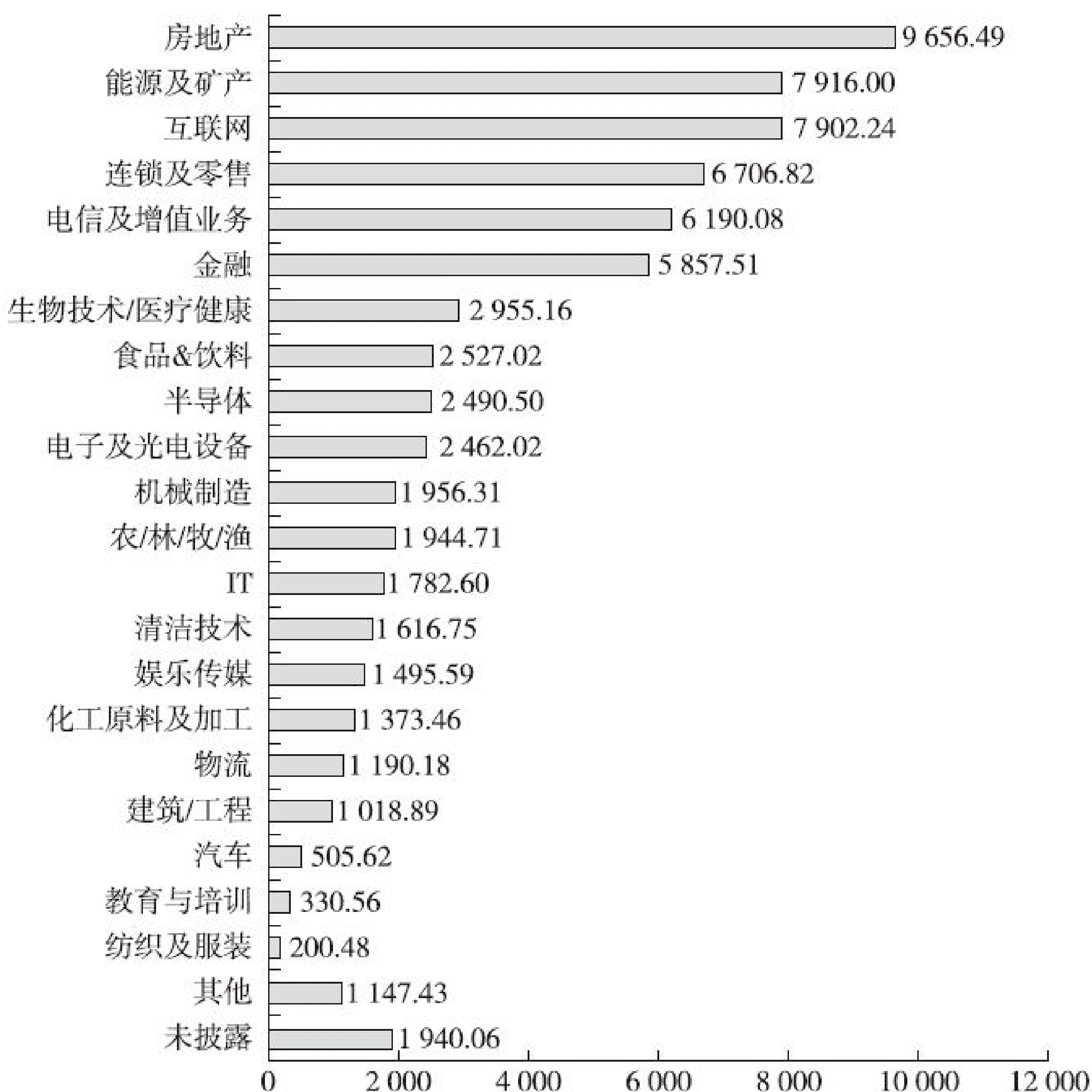

图4-4 2014年中国股权投资市场及行业投资分布（按投资金额，百万美元）

就中国的私募股权和风险投资市场而言，近几年的投资热点主要体现在消费品服务、TMT、医疗健康和新能源等领域，由于特定行业的专注和一定的行业壁垒而获得了较高的回报。LP在进行私募股权资产配置时，也可以根据相应行业的发展趋势和自身特点进行相应的产

业布局。具体而言，各领域的市场趋势以及GP关注的各细分领域总结如下。

一、消费品/服务

随着中国消费支出的高速增长，消费品和服务是中国经济结构转型的受益者，而且目前在GDP中占比依然偏小，未来还有很大的发展空间。

GP关注的细分领域包括：零售分销和渠道创新概念、各类消费产品、现代农业、与金融相关的服务和产品以及物流服务等。

二、TMT

近年来，作为TMT行业驱动的核心，互联网出现了应用与个人中心结合、线上与线下结合、有线与无线结合以及娱乐与实用结合的趋势。基于此，GP所关注细分领域主要包括：电子商务，新媒体，移动互联网，创新型游戏，与手机和消费电子产品相关的软硬件和芯片，云计算和SAAS（软件即服务），4G/5G网络业务；相关的电信设备，系统和软件的提供商，三网融合（设备、系统和软件及应用的提供商）和外包服务。

三、医疗健康

医疗健康行业一直是私募股权投资的热点，其主要包括药品、医疗器械和健康服务三大板块。一方面，就医药市场的趋势而言，基础用药（特别是处方药）领域将进入持续增长阶段，中成药向现代化、消费品市场及美容保健品市场方向延伸，而传统医药产品仍居主导地位，另外，生物制药和天然药物行业的前景将十分广阔。另一方面，医疗仪器与设备的发展趋势将向微小化、可携式、资讯电子化、个性

化（量身定做）和生活应用等方面进行加强。此外，健康服务将由疾病治疗走向健康预防。

GP所关注的细分领域主要反映在以下3个板块：

药品：常规基础用药、疫苗、生物原料药、抗体等生物制药以及药品流通渠道。

医疗器械：中低端医疗器械，诊断试剂，家居保健，慢性病诊断、治疗、预防和管理。

健康服务：远程医疗、家庭监护等医疗信息技术，医药保健电子商务，传统医疗服务市场化和各类连锁专科医院。

四、环保/新能源/先进制造

近年来，中央及地方政府对环保要求“动真格”，污水、废气、节煤节电等各节能减排环节需求旺盛。总的来说，环保企业总体上规模小，市场分散，期望有核心竞争力、具备整合能力的企业成长起来。在新能源中，一方面，风电行业继续高速发展，核电进入快速发展阶段，市场普遍对其长期看好；另一方面，太阳能行业供求关系在未来几年具有不确定性，相关设备行业国产化趋势明显。

GP所关注的细分领域包括：

LED节能照明：产业链上下游的延伸方向。

太阳能：新技术及新材料的发展（尤其是辅材）。

风电：新的入网主流技术，向上游材料领域延伸。

核电：细分设备领域的领先者和第一波高潮的受益者。

节能减排：市场广阔、核心技术和商业化经营的企业。

其他：智能电网、动力电池等相关领域，固废、污水处理的技术和运营服务，清洁水技术、传感监测技术等。

专题研究 赛道之争：中国LP私募股权资产配置策略

自1992年起，中国私募股权市场在一股以中外合资为主要形式的投资浪潮中起步，在几轮的宏观经济跌宕起伏中快速发展，最近5年更是呈现出爆发式的增长。随着中国私募股权投资市场监管逐渐明确，作为基金管理人的投资人，更多样化的LP逐渐地加入到股权投资中，他们在逐渐成熟的机构化过程中，拥有正确的资产配置方式、投资策略以及恰当的风险控制十分重要。

但由于私募股权行业的投资数据私密度非常高，并且私募股权回报具有离散特性，加之中国的LP市场还处于初级发展阶段，量化分析LP的私募股权配置和投资十分困难。本书在现有的公开资料基础上，借助全球顶尖另类投资公司的数据平台，开创性地进行实证量化分析，以求对LP的私募股权投资乃至中国私募股权市场的长期良好发展提供参考建议。正如本章所贯彻的理念，LP进行私募股权基金投资过程的关键要素为“赛道、骑手和马”。本专题研究将首先针对LP的资产配置进行深入的分析。对于筛选优秀基金管理人以及识别高回报的基金将在第五章的专题研究中着重讨论。

一、私募赛道：LP私募股权投资组合的资产配置

对于赛马而言，场中的赛道有多种多样，如速度赛道、障碍赛道、越野赛道以及马术赛道等。不同的赛道有着不同的速度和技巧要

求，而对于买赛马票的观众而言，其对应的投资和风险也不尽相同。

与此类似，不同的基金有不同的背景和投资策略，有早期的风险投资（包括天使投资），也有后期的成长资本，同时也有大型的并购基金等，而各类基金也有不同的基金规模。因此，LP投资人需要充分考虑不同基金的特点，合理配置好自己的赛道，构建组合投资以分散投资风险。

（一）中国私募股权市场各投资策略的回报和风险

正如本章所阐述的，由于中国私募股权投资行业处于发展初期，投资总价值占GDP的比例依然很低。结合当前实际的行业情况，目前中国主要的投资策略主要有成长基金、风险投资、大型与控制类股权并购、资产剥离、特殊机会以及复杂交易。本研究主要针对风险投资、成长资本和并购基金3种主要类别进行定量分析。

本研究利用投资中国（ChinaVenture）数据库，对过去15年中国私募股权市场超过1000家GP的投资历史数据，分别绘制出成长基金、创投基金和并购基金的直方图来观测投资回报的分布情况，如图4-5所示，并进行描述性统计，如表4-1所示。其中，回报收益用投入资本总值倍数（TVPI: Total Value to Paid-in）来衡量[注]。TVPI表示所有已缴资本预计可得到的回报，其值为总的预期价值（Total Value）和已缴资本（Paid-in）之间的比值。

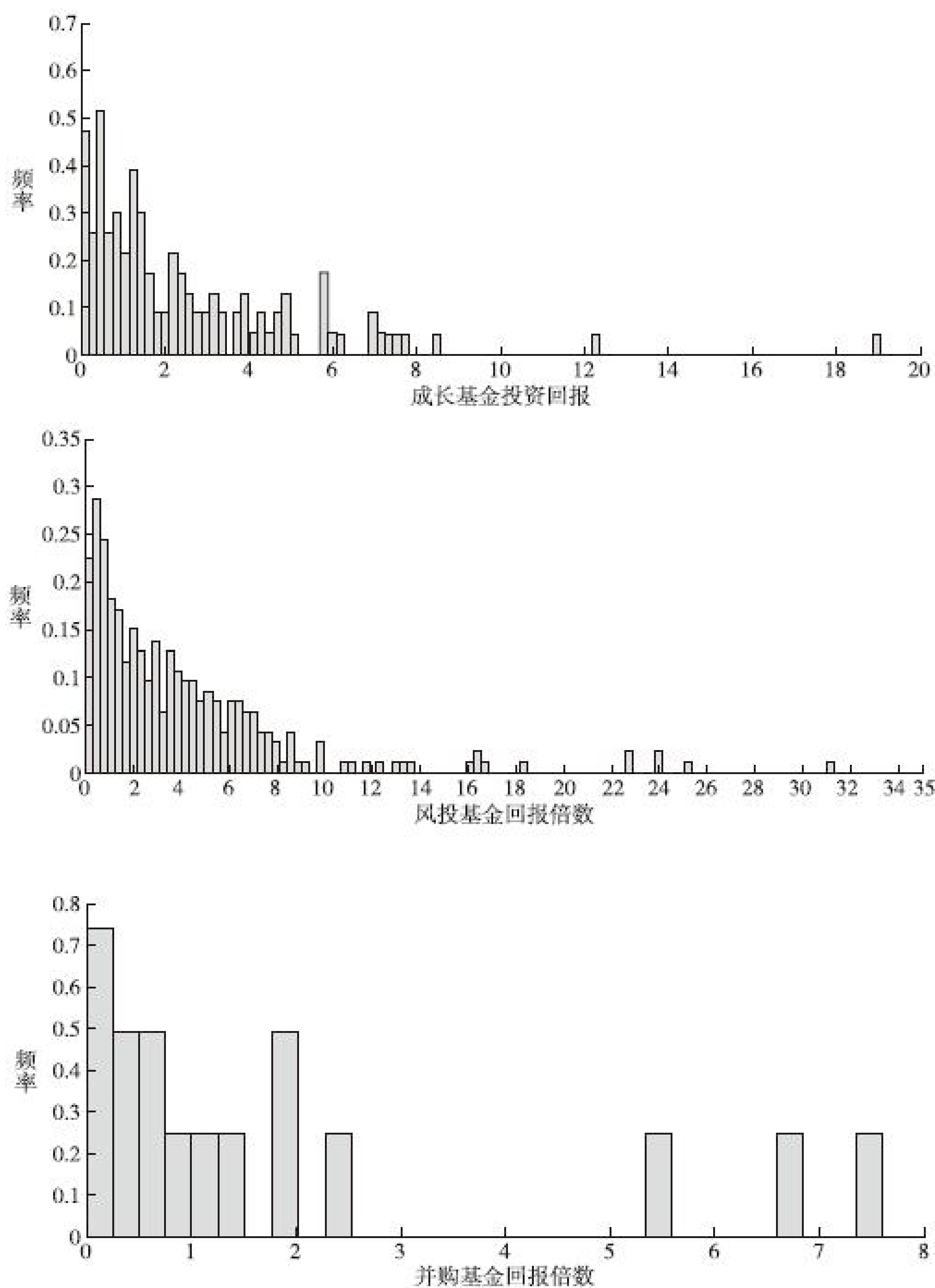

图4-5 中国私募股权市场不同投资策略回报情况

从回报倍数来看，3类基金中风投基金的表现最好，其风险也相对较大（标准差为4.47），从历史分布来看，风投基金不但实现超额回报的可能性远高于其他基金，其1.4倍以下的回报倍数仍比成长型和并

购型低。相比而言，成长型基金的回报和风险情况更为稳定，而并购基金更偏低风险和低回报，离散程度较低。3类基金的偏度均大于0，右侧尾部较长，说明具有低回报基金的占据多数，相比而言并购基金偏度系数较小。

表4-1 中国私募股权不同投资策略回报和风险的描述性统计

情形	中位数	均值	标准差	偏度	回报倍数≤1.4	回报倍数≥2.0	回报倍数≥2.5
成长型	1.46	2.45	2.72	2.66	0.48	0.43	0.34
风投型	2.83	3.99	4.47	2.73	0.31	0.60	0.53
并购型	1.07	1.99	2.39	1.41	0.56	0.25	0.19

（二）投资组合的构建和模拟

本文的目的之一是构建最优化的投资组合，这需要针对不同类别的私募股权投资策略来进行投资组合构建，而考虑到中国私募股权市场的投资历史，本文希望将每次投资作为一个随机变量，规定总的投资额度，用数学的试验方法来加以随机模拟。通过前述三种类别过去15年中国私募股权投资的结果构造概率过程，并从已知概率分布抽样，建立各种估计量，进行蒙特卡洛模拟。

1.蒙特卡洛模拟流程

根据近15年中国私募股权投资的历史数据，本文尝试利用蒙特卡洛方法模拟出7种不同情景下投资策略的回报和风险特征。这里假设目标规模为5亿美元的母基金一级市场投资，涵盖成长型基金、风险投资基金和并购基金，用成本加权法构成投资组合并模拟取样，计算投资组合的收益分布情况。具体步骤如下:

在规定的基金规模和比例下，随机抽取基金并进行100000次模拟。

根据已得数据，取2000～2014年的中国私募股权基金的投资总回报和成本作为样本。

私募股权基金的回报计算方式为样本公司回报优先资本加权再减去预估费用（预估费用利用基金净回报倍数的历史数据对总回报倍数的回归得到）。

对三类基金的7类不同比例的投资组合方式进行检验。

2.模拟结果

根据前述蒙特卡洛模拟流程，本文利用MATLAB软件来编程模拟出不同情景下投资策略的回报和风险特征。如图4-6所示，以50%，30%和20%的比例来配置成长型基金、风险投资基金和并购基金的投资组合，模拟结果近似于正态分布。根据近15年中国私募股权投资的历史数据，本研究利用蒙特卡洛方法模拟出7种不同情景下投资策略的回报和风险特征。这里假设目标规模为5亿美元的母基金一级市场投资，涵盖成长型基金、风险投资基金和并购基金，用成本加权法构成投资组合并模拟取样，计算投资组合的收益分布情况和风险特征。

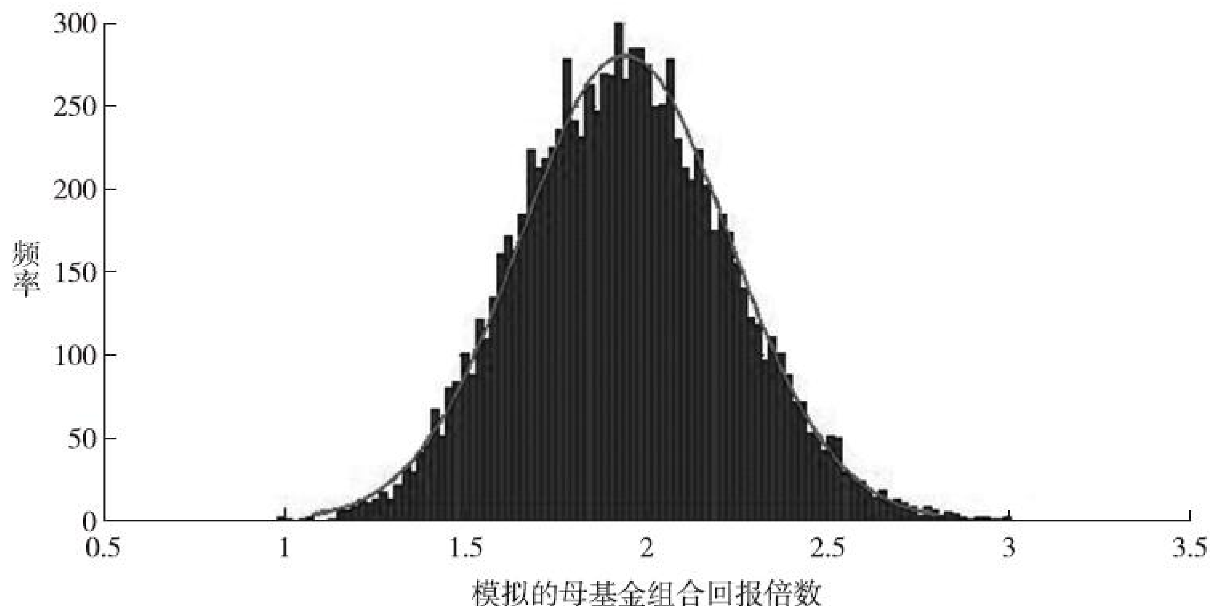

图4-6 投资组合模拟结果示例（50%成长型基金、30%风险投资基金、20%并购基金）

从表4-2的最终模拟结果可以看出，不同的投资组合的总回报标准差介于0.27与0.31之间，表明不同的投资组合方式间的风险情况略有不同，同时99.9%以上的模拟结果显示投资回报倍数不小于1.4，这说明分散化的投资组合显著降低了单一的基金投资所带来的风险，尤其是回报倍数小于1.4的情况。

表4-2 7种投资组合的蒙特卡洛模拟结果

情形	成长型基金		风险投资基金		并购基金		模拟结果						
	权重	基金个数	权重	投资笔数	权重	投资笔数	中位数	均值	标准差	偏度	回报倍数≤1.4	回报倍数≥2.0	回报倍数≥2.5
I	70%	16	10%	9	20%	2	1.68	1.67	0.29	0.05	0.23	0.18	0.01
II	65%	15	20%	19	15%	1	1.78	1.78	0.31	0.07	0.11	0.24	0.01
III	60%	13	25%	23	15%	1	1.81	1.81	0.31	0.09	0.09	0.26	0.01
IV	55%	13	30%	26	15%	1	1.83	1.84	0.27	0.10	0.06	0.28	0.01
V	50%	11	40%	37	10%	1	1.93	1.94	0.28	0.15	0.03	0.41	0.03
VI	50%	10	45%	42	5%	1	1.98	1.99	0.29	0.10	0.02	0.48	0.05
VII	45%	9	50%	51	5%	1	1.98	1.99	0.30	0.09	0.02	0.47	0.03

可以明显看出，随着风险投资比例的加大，组合的回报倍数均值、中位数均逐步提高，但标准差也相应增大。组合的偏度仍大于0但并不十分显著，具有右侧尾部，说明具有低回报的基金占据多数，但相比单只基金而言已有所改善，近似于正态分布。

从第I种投资组合开始，后续的投资组合逐渐加大对风险投资的比例，以期考核增大风险对整个投资组合回报的影响。

综合考虑各估计量，可以发现第VI种组合的模拟结果最优。在同样的回报倍数（均值和中位数）的条件下，其标准差最低。同时，回报倍数小于1.4倍的概率仅为2%，保证了LP的低风险，同时也获得了较高的总回报倍数。但值得一提的是，获得2倍以上的回报倍数，第VI种组合的概率达48%，较其他投资组合均更优。

二、结论：适当提高风险投资的配置比例

由此，我们可以建立初步结论，LP在建立私募股权的投资组合时，可适当提高对风险投资的配置比例。尽管这在全球视角来看，与传统意义上LP的投资策略不太相符。但就近15年的历史数据而言，中国私募股权市场的风险投资发展十分迅速且投资回报情况较其他策略更优，而从标准差而言，风险也在可容忍的范围内。

这尤其体现在消费品服务、TMT、医疗健康和新能源等领域的风险投资，它们由于特定行业的专注和一定的行业壁垒，获得了较高的回报。具体而言，各领域的市场趋势以及GP关注的各细分领域已总结在本章第三节中，LP在进行私募股权资产配置时，也可以根据相应行业的发展趋势和自身特点进行相应的产业布局。

那么，为了进一步地研究风险投资对于LP的投资组合的影响，在LP加大对风险投资的资产配置后，下一步的问题则为如何筛选出最优秀的风险投资基金管理人进行投资，并识别出基金高回报的共同驱动因素，做出最佳的投资决策。这将在本书的第五章中展开详细讨论。

---

1. TMT（Technology,Media,Telecom），是科技，媒体和通信三个英文单词的缩写整合，是指未来在互联网科技、媒体和信息技术的融合趋势下所产生的TMT行业。
2. 综合考虑到数据的可获得性和研究的实际意义，本文主要采用投入资本总值倍数（TVPI）来进行分析。虽然IRR在行业中被广泛采用，但是在学术研究的适用性存在争议。因为IRR在计算的过程中，短期内的小项目IRR往往偏高，而大项目因为投资周期长，前期投入更多，IRR往往偏低。

第五章 基金管理人和单只基金的挑选

在选择好了赛道之后，下一步要选拔出优秀的骑手。顶级的骑手不仅需要拥有对马匹的专业掌控技巧以及瘦小而精干的身体素质，还需要有对比赛的丰富经验。而对于LP来说，投资的最终目标是获得最好的投资收益，在对私募股权基金进行了科学的投资组合规划和资产配置之后，投资人下一步的目标是选择合适的GP即基金的“骑手”。然而，由于私募股权基金的存续期通常较长，部分长达10年以上，长期来看，LP需要对基金管理人的投资能力进行完善的评估。

在筛选出优秀的骑手后，赛马最后的关键因素是识别出好的马匹，而每一匹马都有自己的性格和优势。对于LP而言，即使是对于同一基金管理人，其旗下的多只基金业绩也不尽相同。在完成了私募股权投资的资产配置并筛选出风险投资基金管理人业绩的最主要驱动因素后，下一步的问题是如何在基金层面识别单只基金回报的影响因素。

本章将针对上述“骑手”选拔和“马匹”识别的问题，从LP的角度针对基金管理人的团队整体和私募股权基金本身的投资业绩逐一进行评估，并结合实际阐述尽职调查的详细步骤，以期和理论评估方法相结合，筛选出优秀的私募股权基金管理人并识别出单只基金的回报因素。最后，本章将结合中国私募股市场的实际数据，以LP的视角对私募股权基金的投资决策进行深度研究。

第一节 基金管理人团队的考察

LP评估GP的维度，很多时候跟GP评估被投项目类似，其中对人的判断都是重中之重。市场变幻不定，投资方向也可能在基金的投资期内就有所调整。对LP来说，最关键的就是找到他们认可和信任的基金管理人，由其来判断市场，把握投资和退出的节奏。

这里，本书总结机构LP在评判GP私募股权投资团队方面常见的评估标准，主要包含团队合作、团队经验、团队背景和团队激励机制等方面。

一、团队合作

多数情况下，LP倾向于投资一个团队而非“个人明星”（One-Man Show）。如果几位合伙人有互补的背景且互为伙伴关系（Partnership），通常会更受LP青睐。比如，有人有创业经历，有人有大公司高管工作背景，有人拥有多年投资经验等。多元化的背景往往意味着机构作为一个整体有更高的全局观，也更能调动不同领域的资源。

当然，在几位资深成员中有一位占主导地位的情况也不鲜见。尤其在国内，这种“核心人物”模式较欧美更为普遍，这跟东西方文化差异有关。比如国内的红杉、弘毅等知名机构在外界看来都有一位绝对的领袖人物。在评估这类机构时，LP们会着重衡量这位核心人物是否为其他几位合伙人的“精神领袖”，是否构成合伙人之间的“向心力”。在这种向心力可能体现在背景经历，比如该核心人物此前分别领导或影响过团队中的另外几位合伙人，他是所有人经历的共同交集，并且招揽了其他合伙人加入机构。在这种情况下，其他成员对他个人权威的服从使得团队更具凝聚力和稳定性。

相反，如果领导人物只是年纪较长、名气较大或在融资能力上胜过他人，故而在话语权和利益分配中占绝对主导；同时，LP在与合伙人的一对一访谈中又并不感觉其他人在投资理念、战略方向上完全认

同或服从于这位领导人，那么对于团队的长期稳定性，LP就会持怀疑态度。

LP们往往会细心观察合伙人之间的互动。比如，基金的LP年会就是一个很好的机会，此时可以洞察合伙人们在台上台下如何交流互动。此外，与LP开会时GP合伙人的相互配合、甚至是细微的眼神交流，也会透露很多信息。而做背景调查（Reference Check）时，LP也会询问被投企业或合投机构所观察到的合伙人的相互配合情况、团队的凝聚力等。

二、团队经验

LP是否愿意投资一只新成立的基金（First-Time Fund）？当然有可能。如果该基金是由经验丰富的投资人从原先的机构出来“单干”成立的，且创始人（们）此前有优秀的投资业绩，那么这只“脱离母公司（Spin-off）”的新基金就很有可能获得LP的支持。特别是出身知名机构、年富力强、有多个明星项目领导经验的投资人，往往受到LP的追捧，甚至第一期基金不用真正对外融资就超募了。

随着监管的适度放宽，投资者机构化程度增强且投资策略越来越多元化，中国国内的私募股权行业，尤其是风险投资领域的“2.0时代”逐渐到来，越来越多的在老牌基金管理公司（如红杉资本、IDG资本、纪源资本等）担任合伙人等高管职位并且取得了优秀的投资业绩的投资人，申请离职。凭借其自有的项目搜寻能力和独特的投资策略，建设了新的团队，开创新兴的基金管理公司。近两年涌现出的多个“风险投资2.0时代”基金，如高榕、源码、蓝湖、愉悦等都属于这个类别，如表5-1所示。

表5-1 “风险投资2.0时代”的新兴基金管理公司示例

VC 1. 0			VC 2. 0	
原 GP	**职位**	**姓名**	**新 GP**	**专注领域**
红杉中国	副总裁	曹毅	源码资本	早期 TMT 投资
IDG	合伙人	张震、高翔、岳斌	高榕资本	早期 TMT 投资
IDG	投资经理	郑兰	博派资本	手游投资
IDG 纪源资本	合伙人 合伙人	毛丞宇 黄榆镔	云启创投	早期互联网 软硬件投资

续表

VC 1.0			VC 2.0	
原 GP	**职位**	**姓名**	**新 GP**	**专注领域**
鼎晖投资 软银中国 景林资产	创始合伙人 合伙人 董事总经理	王晖 赵刚 朱忠远	弘晖资本	医院和 医疗科技
DCM 纪源资本	副总裁 副总裁	胡博予 胡磊	蓝湖资本	早期 TMT 投资
九鼎投资	合伙人	禹勃	中钰资本	医疗投资
戈壁合伙人	合伙人	童玮亮	梧桐资本	TMT 投资
华兴资本	董事总经理	刘浩	浩悦资本	医疗投资
联想之星	董事总经理	丁亚猛		
君联资本	合伙人	刘二海	愉悦资本	早期 TMT 投资

“2.0时代”的这些新基金受LP欢迎是有道理的。以美国的风险投资行业为例，可以看到诸多后起之秀都是从老牌机构中脱颖而出的，如格雷克罗夫特（Greycroft Partners）、科斯拉风投公司（Khosla Ventures）、社会+资本合伙公司（The Social+Capital Partnership）等。此外，每个起始年份（Vintage Year）的基金中业绩最好的前10只

基金中，剥离母公司（Spin-off）类机构的第一期和第二期基金占了相当大的比例，在部分起始年份甚至占比超过50%。

这些自立门户的投资人们经历了前任机构的严格培训和打磨，在一定程度上又建立了个人的行业口碑和人脉；他们可能在前任机构已经得到了丰厚的经济回报，甚至拥有和上一辈合伙人类似的附带权益份额；但为了充分实现自己的投资愿景和获得更大的主导权，他们决定自立门户。此前的积累加上独立后迫切证明自己的强大动力，为他们的成功奠定了基础。

对于这类“Spin-off”基金的考察，LP往往会关注两个方面：一是证实团队此前的业绩。这个不难，一般只要团队能提供背景档案，包括所投明星项目的被投企业方及合投机构方，就可以很容易证实。哪怕团队成员由于在前任机构非合伙人而不在项目的董事会行列，只要能证明他们在项目搜寻、执行、投后管理上发挥了关键作用，LP通常都是会认可的。二是看团队是否具备了独立运作一个机构所必要的资源和能力。这里的资源主要是指中后台，包括基金的设立、会计审计、日常行政等各方面工作，前期均需要创始人花费较大精力来落实。LP希望在他们投资基金的时点，以上事项已基本完成，不希望这些事项在基金开始投资后还牵扯GP的精力。

此外，LP还会考察合伙人除了是一个好的“投资者（Investor）”外，是否还能成为一个好的“投资组合管理人（Portfolio Manager）”。独立运作一只基金，除了考验合伙人对单个项目的判断能力以外，还会考验合伙人在基金投资组合层面的平衡和管理能力，包括对于不同行业、项目规模、风险、投资节奏、产业链布局的全局掌控。许多新锐投资人此前可能并无投资组合层面的管理经验，那么LP就会从他们的大局观、视野去衡量，同时还会在尽职调查时重点与其探讨新基金投资组合层面的一些配置计划。

以上所提及的内容主要针对有经验的投资人。但对于此前无直接投资经验的团队来讲，LP通常会持十分保守的态度。LP圈里常说的一句话就是，我们投“新基金（First-time Fund）”，但不投“新投资人（First-time Investor）”。在当前市场，纯粹的投行、咨询、二级市场或产业背景出身的团队，要从机构LP处募资是有很大难度的。创业者转型为投资人的机构可能是唯一的例外。这一模式在国外已被印证，包括硅谷著名的早期基金管理人安德森霍洛维茨（Andreessen Horowitz）、美国著名风险投资家彼得·蒂尔（Founders Fund）创办的基金公司创始人基金等顶级机构，都是“创业者转型为投资人”的成功典型。在国内，红杉中国的创始人沈南鹏、软银中国的创始人薛村禾、北极光的创始人邓锋等，此前也均是成功的创业者。

三、团队背景

GP的团队背景在LP的评估过程中同样十分重要。这里本书主要探究某些“背靠大树”类的基金，比如一些实业或金融集团旗下的PE、VC基金。LP对于这类基金的接受程度不一而同。但总体来说，境外LP对于这类基金会持相对谨慎的态度；而国内的LP，如一些上市公司，出于自身的产业背景等原因则相对开放。

境外LP相对谨慎，是因为：第一，担心团队独立性受限，投资决策可能受母公司的战略影响而非单纯从投资回报的角度判断，这就与LP的利益不完全一致；第二，这类基金往往有相当一部分管理费或附带权益会流向母公司，导致团队获得的业绩激励相比市场化机构偏低，因而可能长期面临人才流失问题；第三，从市场观感（Market Perception）的角度来看，LP担心外界将团队视为母公司的同盟，从而导致他们在一些特定项目上处于劣势，比如，一些创业者可能早期不愿收取拥有产业背景的投资机构的资金，以免“站队”。

当然，以上说法并不绝对。例如，有联想背景的君联和弘毅资本、复星旗下的一些美元基金、新希望集团旗下的厚生投资等，均获

得了美元基金LP的出资。这一方面是由于LP认识到母公司所在国家政府和产业资源可为基金带来切实优势，另一方面是这些基金的团队相对独立、市场化运作。根据笔者个人经验，如果母公司在基金的出资占比低于50%，附带权益和管理费占比低于30%～40%，母公司委派人员在投委会不占或只占个别席位，LP一般不会单纯因为基金“背靠大树”的性质而将其拒之门外。

四、团队激励

关于利益分配激励机制，原则上LP倾向于更为分散、分享型的模式，这也是从团队的长期稳定性和内部人才培养角度出发的。当然，基于资深合伙人们此前对机构的贡献，其所得附带权益往往可能是新一代合伙人的若干倍（比如2倍、3倍甚至5倍）。

但是，LP十分重视附带权益分配的变化趋势，即随着新基金的不断设立，新旧两代合伙人的附带权益差距是否明显缩小。比如，从此前的2～3倍缩小到1倍以内，这一变化通常被视为有利于人才的保留和激励。此外，在新老合伙人的代际交接上，如果上一代合伙人愿意分享其在基金管理公司层面的部分股权，通常也会被视为团队顺利接力的正面信号。

最近几年，国内许多机构均出现了中层的频繁离职，LP也更加关注中层团队的利益分配问题。此前，很多机构会为中层人员设立一个混合的附带权益“Carry池”，比如10%～15%，但不明确界定个人的分配比例；但现在LP可能更倾向于看到在整个附带权益分配中，为一些关键的中层人员设定固定的附带权益比例，如1%～5%不等。

如果有些机构内部有专门的投后管理团队，那么LP也倾向于看到投后管理团队获得一部分附带权益（即使份额不高）。如果希望运营团队像投资团队那样对项目有“主人翁”意识，而非“能帮则帮”地被动参与，那么让他们参与投资成果的分享往往是最好的方法。

第二节 基金投资业绩评估方法

私募股权市场自20世纪80年代以来迅猛发展的一个主要原因，是机构投资者一直对私募股权投资的利润回报的预期要高于其他类型的资产投资。但是，从过去的情况看，由于私募股权基金无须公开披露具体的私募投资情况和投资利润回报情况，要对私募股权基金的投资业绩进行衡量，仍然较为困难。即使在掌握一定数据之后，计算方面仍存在一些问题。其一，私募股权投资与其他投资相比，风险更大，资金流动性更小。这使得投资人难以对私募股权基金业绩和其他投资业绩基准，进行比较。其二，某些投资人能力有限，难以接触到私募股权。其三，缺乏普遍接受的私募股权投资业绩基准。这些问题的存在使得投资人不能充分理解私募股权投资的风险、回报，以及私募股权投资回报的相关性特征，因此，也无法充分把握如何在多样化的组合投资中分配私募股权投资的比重。

一、评估方法概述

对私募股权基金的投资，是对一连串由基础目标公司产生的现金流的投资。这类投资看似是对付息债券的投资，但实际上二者之间有很大区别。债券一般在期初有现金流出，现金流入的时间和金额也可以根据债券合同条款做出较为准确的预测。而对于私募股权基金，现金流的时间和金额大小是非常不确定的。GP可以在基金设立起最长5年的时间内向投资人发出出资请求以进行投资，投资人的承诺资金也不一定全部使用。同样，GP向投资人分配的基金投资收入，具体分配时间和金额在很多情况下取决于市场情况，事先难以预测。而且，最大现金流入发生在基金10年存续期的期末（风险基金尤其如此，而且平均投资持有期通常长于收购基金）。

在基金持有期之初，私募股权基金对公司的投资一般根据不同的评估方法，按公允价值估价。在后来几年，被投公司的出售或公开上

市发行，会给投资人带来现金和（或）股票。因此，到了最后，基金业绩越来越反映在投资人实际从投资中分配到的现金，而不是被投公司的评估价值。

尽管私募股权基金协定的固定存续期为10年，但在这10年之后直到基金最终清盘之前，基金常会在相当一段时间内资产仍显示有残值。这部分残值表明，仍有一部分投资没有实现，基础被投公司仍然还有价值。

为了计算基金的回报率，就需要了解基金的投资组合中残余资产的最终确切价值，还需要了解投资人现金回报的具体时间和金额大小。这就意味着只有在基金结束时才能准确无误地计算出回报率。因为只有此时才能获取有关投资人现金分配的完整信息，而且此时投资组合中的资产残值应该微不足道了。

因此，没有明确的方法可以用于衡量私募股权基金的投资表现。实际中较为常用的一种衡量方法是投资回报倍数（Investment Multiple）法，这种方法计算基金产生的收入，加上在投项目的估值，并除以投资人提供给基金的投资款。另外一种应用较多的方法是内部收益率（IRR）法。在内部收益率的计算中，考虑了资金募集投资和返还投资回报产生的现金流出入的时间点，以及基金投资期的长短。

二、回报倍数

回报倍数（Return Multiples）或许是评估私募股权基金投资业绩时最普遍使用的方式。它的计算方法是，私募股权基金回报价值除以投入基金的资金额。这个“收入比投资”的比率计算简单也容易解释，例如若基金收入3倍于投入的资金，基金回报倍数就是3。

基金一般计算3类乘数：已分配价值/实投资金比（Distributed Value to Paid-in Ratio）、残值/实投资金比（Residual Value to Paid-in

Ratio）和总价值/实投资金比（Total Value to Paid-in Value）。实投资金是已承诺资金的一部分，通过资金请求，用于投资、支付管理费和其他基金相关开支。

（一）已分配价值/实投资金比（DVPI）

DVPI也称“投资已实现倍数”（Realized Multiple）是衡量LP获得的回报与其投入基金中的资金量之间的比率。

$$DVPI = \frac{\sum_{t=1}^{t<T} CF_i^{PAST,RECEIVED}}{\sum_{t=1}^{t<T} CF_i^{PAST,PAID-IN}}$$

上式中，$CF_i^{PAST,RECEIVED}$表示基金投资所得返还的净现金流（包括未投资资金的返还和股票分配）；$CF_i^{PAST,PAID\text{-}IN}$表示LP投入到基金所付出的现金流（如投资资金和支付管理费用）。

DVPI常用于衡量将要结束的基金的业绩。它显示了，相对于投入的所有资金，基金投资表现的净值。这里LP投入的资金包括支付给基金管理的部分（管理费和盈利分成）以及投资到目标公司的部分。值得注意的是，如果一只基金的已承诺资金尚未全部用于投资（即处于基金存续期的开始阶段），DVPI就不能很好地反映基金的投资业绩情况。

（二）残值/实投资金比（RVPI）

RVPI也称“投资未实现倍数”（Unrealized Multiple）。它衡量的是相对于LP投入基金中的资金量，私募股权基金的资产净值，即“未实现所得”（Unrealized Gains）。

$$RVPI = \frac{NAV_T}{\sum_{t=1}^{t<T} CF_i^{PAST,PAID-IN}}$$

上式中，NAVT表示资产净值，即在T时刻私募股权基金的公允价值；$CF_i^{PAST,PAID-IN}$是投资人投入到基金的现金流（包括投资资金和支付的管理费用）。

这个比率反映了对目标公司再评估的程度，即相对于LP当时投入的资金总额，基金中所有剩余投资（被投公司）的现值。该指标最常用于尚未有很多资金回报、处于存续期的较早期的基金。这种衡量方法很大程度上取决于基金提供的评估价值的质量，如果基金对投资活动采取保守的记账法，这种衡量方法可能会得出很低的回报数据，从而产生误导。

（三）总价值/实投资金比（TVPI）

TVPI是基金中所有剩余投资的现值加上当期所有投资分配的总价值，与实际投入的资金总额之比。也就是说，是DVPI与RVPI之和。

$$TVPI = \frac{\sum_{t=1}^{t<T} CF_i^{PAST,RECEIVED} + NAV_T}{\sum_{t=1}^{t<T} CF_i^{PAST,PAID-IN}}$$

上式中，$CF_i^{PAST,RECEIVED}$表示基金投资所得返还的净现金流（包括未投资资金的返还和股票分配）；$CF_i^{PAST,PAID-IN}$表示LP投入到基金的现金流（投资资金和支付的管理费用）；NAVT是资产净值，表示在T时刻基金的公允价值。

TVPI或许是目前在基金存续期结束前对基金投资业绩来说最好的衡量比率。资产残值应该使用保守的会计计价，理想的情况是它应该代表在投资晚期将被分配资产的较低限额。因此，已分配资金和残值之和与实投资金的比率就应该代表LP从投资中可以预期的最小回报倍数。

（四）缺陷和解决办法

这里需要注意的是，倍数衡量法虽然简单但是也有缺陷，主要的缺陷是没有考虑资金投入基金的时间长短。例如，同样是3倍的回报倍数，TVPI不能区分出一项需要10年获得3倍回报的投资，还是另一项只需要2年就获得同样回报倍数的投资。除了没有考虑货币的时间价值，倍数法也没有向LP说明潜在风险或早期实现的投资回报是否又用于再投资。

针对这些问题，可以考虑一方面允许基金继续报告回报倍数，保持反映信息的单一性；另一方面，要求基金准确地告知LP回报业绩情

况。基金的发售说明书中应该写明倍数以及其他相关信息。比如投资持续期（长期还是短期）、达到某一回报倍数的杠杆比例大小（适用于并购基金的情况）以及再投资金额（GP会将已实现的投资再次投入投资项目中，而不是直接返还给LP，这种情况下计算出来的回报倍数要高于GP没有进行再投资情况下的回报倍数）。

三、内部收益率

从数学计算上看，内部收益率是资金流入现值总额与资金流出现值总额相等，即净现值（NPV）等于零时的折现率。对IRR最直观的理解，可以将其看成基金存续期内等价的固定利率。在这个利率下，给定的一系列资金承诺必须用于投资，以使私募股权投资人可以赚取给定的一系列现金收入。一般来说，IRR的计算，扣除了管理费和附带权益（盈利分成），反映的是投资人的净回报。

IRR考虑了私募股权基金组合中现金流的时间影响。因此，私募股权收入不是按任一特定年份的年回报计算和表述的，而是从基金设立的年份（Vintage Year）到某一特定年份的复利报酬（Compound Returns）。整个私募行业或其中任一部分的业绩数据都是基于同一年份募集的一组基金。这些基金的回报率也就相当于从私募股权第一次投资开始算起的回报率（Vintage Year Return）。

一般来说，时间加权收益率衡量方法多在公开市场上使用，但这没有考虑到GP权限内现金流管理的重要影响，因此这与用于衡量私募股权回报的IRR不具有可比性。时间加权收益率法是在每个现金流发生日对投资组合重新标价，忽略了中期现金流（Interim Cash Flow）的影响。然而IRR重视中期现金流，考虑了具体的金额和流出入时间点。这就是为什么IRR有时被称为货币加权回报率（Money-weighted Rate of Return）。

（一）IRR的计算

在基金的存续期内，基金还没有进行清算前计算的IRR，叫作中期IRR。中期IRR是使LP出资总额的现值，等于所有现金收入的现值与未实现投资组合的现值之和的折现率（例如，未清算的投资持有额）。

$$\sum_{t=1}^{t<T} \frac{CF_t^{PAST,RECEIVED}}{(1+IRR)^t} + \frac{NAV_T}{(1+IRR)^t} = 0$$

在上式中，$CF_t^{PAST,RECEIVED}$表示基金投资所得返还的净现金流（包括未投资资金的返还和股票分配）；NAV_T表示资产净值，即在T时刻私募股权基金的公允价值。

当基金进行清算时，可以计算终期IRR，也就是使LP出资总额的现值，等于基金存续期内所有现金收入的现值的折现率。在基金进行清算后，将没有任何投资资产（即上式中的NAV为零或可忽略不计）。

一般来说，中期IRR围绕终期IRR上下波动，直到基金终止。在私募股权基金成立几年后就能对该基金业绩有所了解，但确定的业绩情况只有到基金清算后才能获得。通常在使用私募股权基金样本进行分析时，许多基金都没有进行清算，因此大多数基金的业绩表现都依赖于中期IRR。

（二）IRR的缺点

LP投资人阅读私募股权基金招募说明书时，应了解IRR的几个主要不足。

IRR公式计算复杂，受现金流时间和金额变动的影响。如果没有计算机或金融计算器，IRR只能通过试错的方法计算。此外，在一些

情况下，私募股权基金会在一段时间内产生一定的正现金流和负现金流，计算IRR时使用迭代算法结果可能不会聚合，或可能产生多个使现金流的净现值等于零的IRR值（公式的解不是唯一的）。

IRR的计算对现金流的时间非常敏感。两只投资期均为10年的私募股权基金乘数可能相同，但会产生不同的IRR。分配现金较早的基金，IRR值较大。因为GP在新基金募资时要以IRR作为历史业绩的衡量指标，而由于IRR对现金流收入分配时期的敏感性，便促使GP通过即时现金管理（Just-in-time Cash Management）来提高IRR。因此，GP按照每笔交易需要从LP处获得资金，即便基金存续期为10年，投资资金返还的时间有可能只有2年（有限合伙协议通常允许投资期不超过12～18个月的投资中赚取的投资回报进行再投资，这样激励GP较早地退出早期投资项目，增加管理资产额）。

IRR计算的隐含假设是，在一笔投资结束并且现金分配给LP后，可以找到另一个带来同样利润，并可将LP收到的资金再次投入的投资机会。这种再投资假设存在一定问题，尤其在私募投资部门，即无法保证私募股权基金LP能够发现类似的可带来利润的投资机会。因此，LP的有效回报率（Effective Rate of Return）与IRR不同。这两个比率要相等，LP必须能以IRR的比率再投资基金存续期内分配的资金，并且能以IRR比率借入资金支付投资所需款，但是这在实际中是不可能的。因此，只要能进行有较好回报的再投资，投资人偏好期限短、IRR高的投资。如果不能进行再投资，期限较长、IRR低的投资实际上可能会更受欢迎。

中期IRR是在投资没有完全实现的情况下计算的，通过基金的资产净值反映这些投资的价值，通过基金自身使用的估值方法来衡量，可能与行业内标准的估值方法不一致。对投资的再评估可能会夸大投资业绩，要不然就是估值没有得到及时更新。

IRR计算假定所有现金流以相同的折现率投资。在实际中，这些比率会出现波动，尤其是在较长期的投资中。

（三）修正的IRR

投资人可以使用修正的IRR（MIRR）克服投资假设的问题。为了计算修正的IRR，假设私募股权基金的已承诺资金放在“存款”账户中，按最低预期资本回报率（Hurdle Rate）计收利息（通常每年8%）。GP发出出资请求后，投资款从该账户中取出，分配所得的资金再存入该账户。当基金进行清算时，用清算时账户上的资金，减去实际用于投资的资金。这样算出来的结果基本上就是资产净值（NPV），同时给出了每年的数值。

因为MIRR更好地反映了实际有效回报率，所以使用MIRR衡量时，基金投资收益的结果会偏低。使用MIRR衡量业绩有其优点，但是许多从业人员并不使用，这是因为计算MIRR需要知道资金成本和再投资率。

（四）J曲线效应

只有在私募股权基金进行清算时，才能对该基金做出确定的评估。在基金成立早期，中期IRR的价值趋向于零或负值，主要原因有以下几点：

有限合伙基金公司的管理费和发起成本通常从LP的首笔投资款中支付。也就是说，在第一年获得的全部投资款中，有一部分没有为有限合伙公司创造净账面价值。

根据行业内推荐的保守估价指引，投资初期要以收购成本对投资进行估价。只有当被投公司的价值出现根本性增长，才可调高公司价值。如果早期投资表现不佳，这些投资会被立即取消。此类投资造成

的损失对基金的影响会比最后成功实现投资价值对基金的影响来得更早，因此，成立时间不长的基金的中期估值都会比较低。

为了体现出GP在投资方面所做的努力，对整个投资组合进行估价可能要花几年的时间。在一段时间内，待投资取得一定进展后，估价会高于收购成本。

在基金存续期的最后几年，随着所投资公司的被部分或全部售出，LP将获得补偿，作为对其初始投资的现金回报，对基金所投资资产也就可以有更高更确定的估价。由此，中期IRR会变为正值，这种情况就是J曲线效应（J-curve Effect）。

J曲线是由不间断的中期IRR构成的。第一个观察值代表第一年的中期IRR，第二个观察值代表基金存续期第二年的中期IRR，依此类推。在基金存续期前几年（“投资期”）计算的IRR一般为负值，在基金存续期的中间几年达到盈亏平衡（“成熟期”），在最后几年为正值（“收获期”），如图5-1所示。

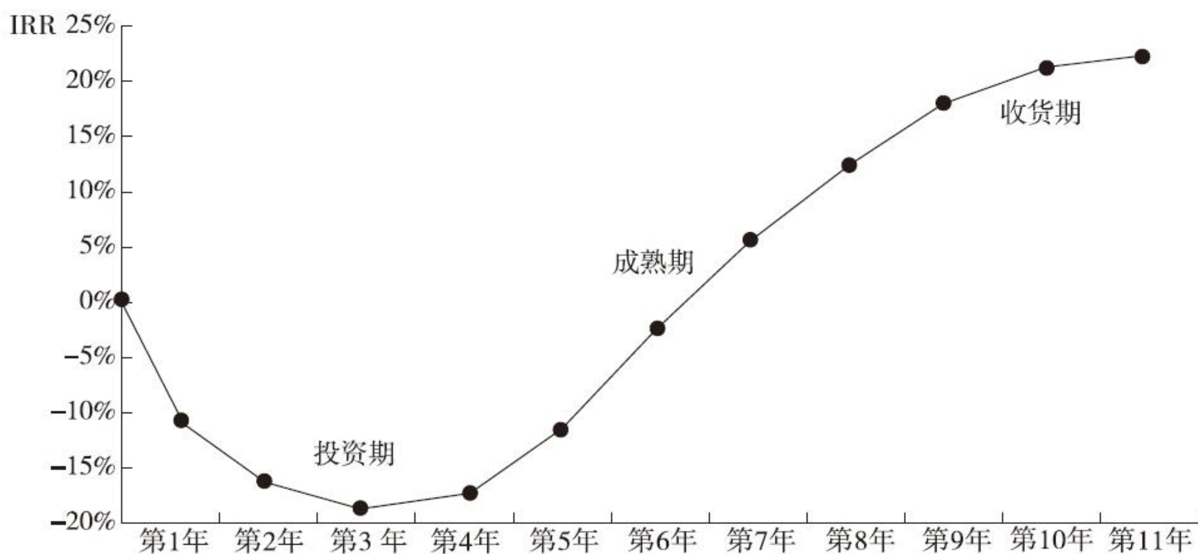

图5-1 私募股权基金的J曲线效应

值得注意的是，J曲线上的点表示的是累计净现金流的IRR。例如，图5-1并不是反映基金在第六年的表现平平，而是表示从基金开始到第六年，正的现金流刚好匹配上负的现金流，所以第六年的IRR是零。

这里的J曲线不代表实际中任何特定基金的J曲线，而是预计收益率的宽泛概括，各曲线唯一的区别是曲线的形状。例如，并购基金比风险投资基金更快偿还投资款。所以，在基金早期关注私募股权基金的投资业绩是没有意义的。此外，由于私募股权二级市场的存在，LP投资私募股权二级市场时，会直接出现在私募股权市场。在时间点上能更快地（通常1～3年后）达到收支平衡，通常没有出现J型曲，如图5-2所示。

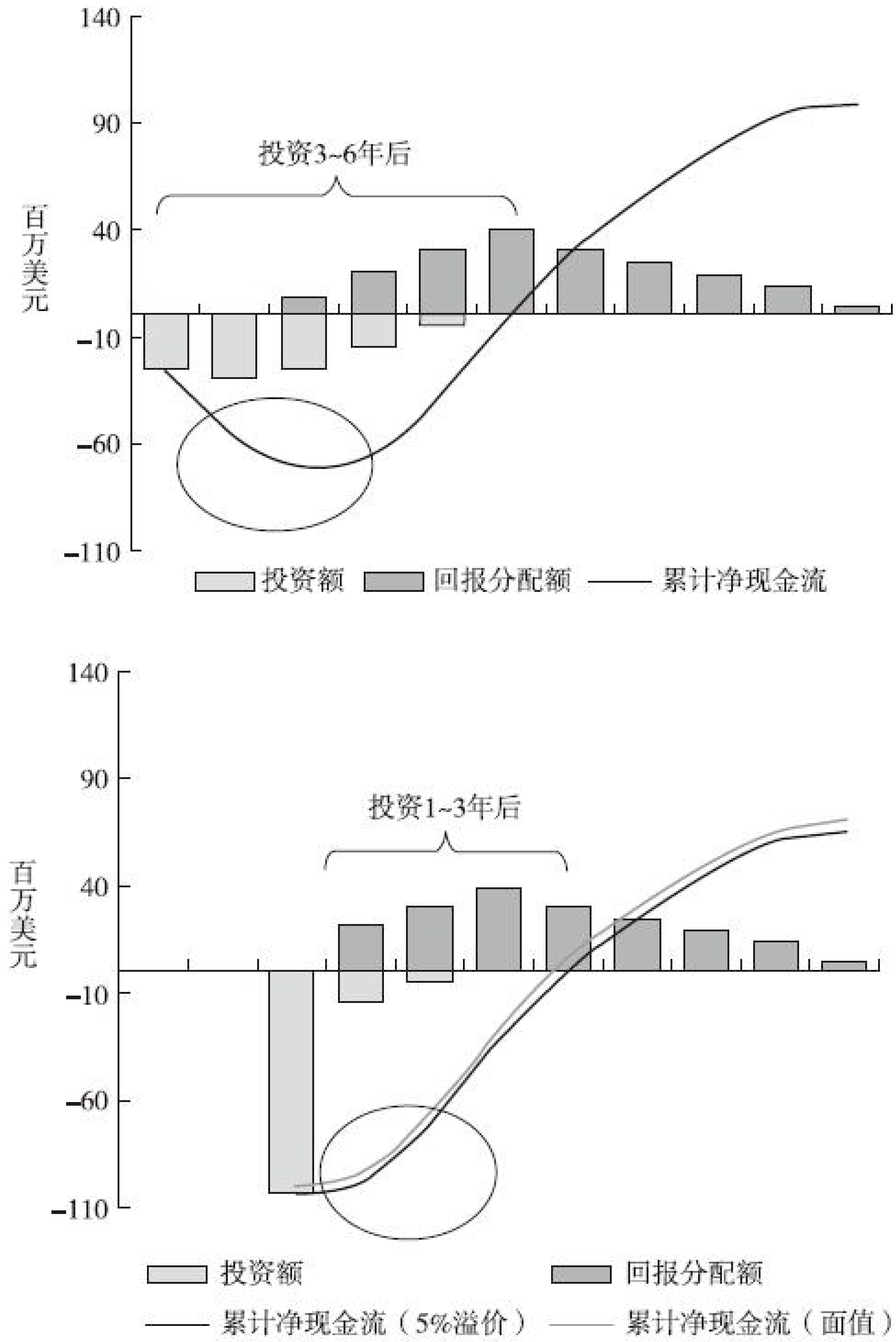

图5-2 私募股权一级市场vs二级市场交易：“J”曲线

除了回报倍数法和IRR法以外，可用于评估私募股权基金业绩的其他方法还包括净现值（NPV）法。这种衡量方法在实际应用中存在

一定困难。一方面，净现值的计算要求假设资金成本，资金成本的大小因私募投资人不同而不同。一只基金可能有不同类型的投资人，选择适合这只基金的折现率显然也不容易。但是，从某种层面上来看，可以使用基金的最低资本收益率（Hurdle Rate）作为固定折现率。而且，如果大多数基金采用相同的最低资本收益率，即大约8%，许多不同基金之间就可以进行业绩比较。但另一方面，NPV是规模依赖的，因而不可能进行跨部门比较。

四、私募股权业绩的基准

为了评估私募股权业绩，需要对私募股权基金的回报和其他指标（比如，过去回报或公开市场基准）进行比较。作为比较的基准，需要具备一定的特质，私募股权市场中理想的基准应该具备以下特点：

清晰明确：投资人应该十分清楚作为基准的投资组合中所有证券的名称和比重。

可投资：不同于完全被动的方式，投资人应该能够对基准的组合进行投资。

可衡量：投资人应该能够以合理的方式、频繁地对基准的回报进行计算。

适当性：选择的基准应该与被评估的私募股权公司的类型一致。

可接受：私募股权市场上所有投资人必须能够了解关于基准最新的知识。

可提前指定：基准的计算方法应该在评估期开始前设计好。

按照以上标准，投资人在衡量和监控私募股权基金业绩时有时难以找到合适的基准。在通常情况下有以下两套基准普遍适用。

（一）对等组（Peer Group）

投资人可以使用一组私募股权基金的平均回报（或中值或第一四分位数）。对等组通常包括与被评估的基金具有相似投资重点、相同资金来源、相同首笔投资款到位年份的私募股权基金。

在投资人决定投资一只新基金时，建立私募股权基金的基准业绩是非常重要的。一般而言，对于正在募资的GP，投资人依靠分析其过去管理基金业绩来判断是否投资。将历史业绩与一些数据提供商（如中国的投中集团和清科集团）和全国性的行业协会发布的一些既有的对等组指数进行比较，然后根据这些基准统计数据看GP之前管理的基金，是否或多久一次属于第一个四分之一梯队并据此做出投资决定。

这种方法比较的是价值，通过比较处于相同投资阶段、相同的投资地域、首笔投资款到位年份也相同的所有基金，来评估GP先前的基金管理业绩。

（二）公开市场等价（Public Market Equivalent）

投资人可以将私募股权回报和公开市场股票指数，如标准普尔500指数（S&P 500）、摩根士丹利资本国际亚洲指数（MSCI Asia）等进行比较。

在大多数行业统计数据中使用的标准方法是比较私募股权投资长期IRR和公开市场指数的长期（买入并持有）年化回报率。但是，这种方法忽视了一些重要的方面，比如私募股权基金投资不定期的现金流，私募股权基金投资和指数所代表的“市场”在运作和杠杆风险方面的差异。这些问题不利于为与在市场上公开交易的资产进行比较而计算标准化的时间加权收益率等尝试。IRR是现金流加权收益率，广泛用于对竞争性基金进行排名，不能和时间加权的公开市场基准进行直接比较。此外，由于IRR并不衡量资金的机会成本，这在对比时也必须考虑到。为了解决私募股权投资和公开市场投资在风险上的差异，

一种或许有效的方法是通过对二者的操作风险（Operating Betas）和财务杠杆进行配对调整风险。

【扩展阅读1】

私募股权业绩评估的困难和挑战

私募股权作为一种资产类别，相对于公开市场投资的业绩如何？这是业内人员和学术界都很关注的问题。由于缺乏数据而且私募股权投资周期较长，对这个问题很难给出明确的答案。

（一）找出整个私募股权领域的无偏样本

评估私募股权投资的平均回报率是否高于股票市场投资，我们必须首先组建一个包含全部私募股权投资回报的数据库或至少是包含有代表性的（无偏）样本库。然而，私募股权以“私”募为主而且以缺乏透明度而出名，要做到这第一步就成了一大挑战。专业的数据服务提供商，比如汤姆森创投经纪公司、标准普尔资本智商数据库（S&P Capital IQ）等，多年来对私募股权投资和回报建立起了最全面的商业化数据库。然而，客观地讲，即使是如此庞大的数据库也无法囊括每一笔私募股权投资。没有记录在内的私募股权投资有可能会在业绩上好于或差于数据库里的其他投资，根据不完整的数据库进行业绩评估也就有失准确。由于我们无法排除这种可能，数据不足也就成了一个问题。

（二）避免残值的噪声估值

只要私募股权基金在账面上仍有未实现的投资，任何业绩衡量就会变得不可靠。对于相应的公司，没有市场估价，就难以及时精确地给出这些公司在某个时点的合理估价。有可能这些投资进展得很好，不久就会以比账面上记录的残值高得多的价值实现投资。残值是公允价值，作为未来收益的净现值的替代衡量指标或许是十分

准确的。但是，残值也有可能属于“活着的死投资”，将不会再返回给投资人一分钱回报，而且早就应该在账面上注销了。

显而易见，基金样本中，残值所占百分比越大，其业绩衡量就会越不准确。解决这个问题的方法之一，是选择基金样本时只选择残值为零或残值极少的基金。但是，由于已经完全实现投资的基金，相比在账面上仍有许多交易的同期基金，多有更好的业绩表现，这种过滤性的选择也会把较差的基金过滤掉，换成较好的基金。因此，在增加精确性的同时，样本偏差也会增加。

对于这个挑战更实际的解决办法是，选取充分成熟的基金样本，即使这些基金很久以前就募集了，应该也没有太多的未退出项目，而且不大可能产生大量的现金分配。总之，残值带来的挑战，使我们对早期募集基金的分析受到一定限制，而且也无法深入了解最近期的业绩情况。

（三）考虑私募股权投资和公开市场股票投资的不同风险模式

可以很直观地看到，私募股权投资与公开市场股票投资的风险特点存在很大的区别。主要区别在于投资风险的关键决定因素，如公司的平均规模和成立时间（与风险投资尤其相关）以及财务杠杆融资率（与并购基金尤其相关）。如果投资于拟上市的新成立公司或者投资于较为成熟但杠杆率较高的公司，其风险本质与投资公开市场股票不同。

总的来说，我们需要私募股权投资的全部数据，或至少是量足够大且无偏差的样本。但由于有些数据难以获取，从学术研究的角度看，私募股权业绩评估难以做到全面且精确。

【扩展阅读2】

评估GP投资业绩的常见注意事项

现实中，当LP对GP私募股权投资业绩进行实际评估时，会遇到诸多棘手的问题。例如，在被问某GP的基金业绩如何时，对方可能给出一个再简单不过的答案——“不错，有30%的IRR”或者“已经好几个公司上市了”。这样含糊的答案，很难进行更深入的分析。看似客观的事实，往往涉及很多主观的判断。

（一）区别Alpha与Beta

回到上述问题，30%的IRR业绩到底如何？这需要确定该基金的成立时间和使用的投资策略。例如，如果是2009年的风险投资基金，那么无论是境内还是境外，可能只能排到第二梯队（Second Quartile）。之前在第一篇讨论过，LP最关键的是要选出投资业绩排名前25%的第一梯队（First Quartile）GP进行投资。2008、2009年前后正好是移动互联网发展的早期，许多风险投资基金因为前期的布局而获得了丰厚的回报，30%的IRR只能是正常范围内的业绩。再如，若是2000年的美国风险投资基金，经历了互联网泡沫破灭的洗礼，那时候只要不亏钱就能赶超行业平均，若能达到30%的IRR则在整个业界绝对是数一数二的卓越业绩。任何GP都免不了受到市场影响，这尤其表现在宏观经济、估值水平和退出环境上。

因此，在评估GP的投资业绩时，不能光看绝对数字收益，因为这是Alpha（相对于市场平均业绩的超额收益）与Beta（市场平均收益）的总和，而后者未必可持续。LP必须深入挖掘，通过与相同策略下、同年成立的基金做对比，分析GP的投资能力。

（二）判断基金生命周期

风险投资一般每2～3年会进行新一期基金的融资，而成长型基金一般3～4年进行新一期基金的融资。在新基金成立时，由于此前的一两期投资往往并不成熟，所以业绩无法体现。同时，更早前的投资业绩可能因为团队变化、投资策略调整、市场环境不同等，对当前的参考价值也不太高。

通常情况下，平均来看，10年期的基金要在成立后的第6年，其业绩的四分位（Quartile）排名才能代表最终的排名。在基金成立的前3年，其业绩排名的指导性是很低的。因为在基金的早期，可能因为一个项目的快速退出，导致基金的IRR迅速提升到30%甚至50%，看似非常高，实则漫漫长征路才刚起步。另一方面，有的基金可能纯粹是因为早期投资较快或者受管理费的影响，在初期呈现-10%甚至-20%的IRR，但过几年反而表现出较好的业绩。

对于LP而言，必须要深入行业和项目层面来做分析，才能判断未成熟基金的业绩潜力。对于私募股权类的基金，可以参考进入估值、被投企业的收入和利润增长情况等。对于风险投资类的基金，判断难度会更高，这主要是由于早期项目的市场和盈利模式都不太清晰，并且即使其完成了后续融资，在账面上有所增值，之后的发展仍有很大不确定性。在这种情况下，LP可以回归到对人的判断上，除了前述第一节中提到的对GP团队的考察之外，还可以通过访谈被投企业对其所投企业创始人的能力资质进行判断。

在LP圈里，业界流行一句很著名的话："对于最优秀的GP，如果你错过了其第一期基金，那你很可能就永远错过了它"。投资的魅力也在于此，在大部分人犹豫和恐惧时，应该果决地做出判断。例如，目前在中国风险投资市场上，某国内著名的GP，在2010年时旗下数只基金的业绩都是负数（均是2005年后成立），回报倍数最高的也不超过1.5倍。而现在这些基金回报倍数都已经超过4～5倍，对于绝大多数LP来说，现在再想投进这些基金已经非常困难。总结来说，当时有眼光的LP的判断主要还是基于对GP合伙人能力的信任。从项目层面来看，当时看似最引人瞩目的项目，最后却并未带来最大的回报，反而是并不起眼的项目，最后获得了巨大的成功。

（三）识别业绩的驱动因素

对于GP的投资业绩，不仅要在表面上进行对比分析，更要将其深挖来识别业绩背后的驱动因素，这样才能在投资时预测其未来

表现的指向性，并且判断GP的业绩在达到顶峰之后能否持续。下面主要列举业界通常重点关注的几个要素：

关键人物风险：若GP的投资业绩集中在一个或个别几个合伙人身上，大部分明星项目由其主导，那么基金就面临较高的关键人物风险（Key Person Risk）。LP在投资时应该重点关注，并在尽职调查时进行详细考察。

基金规模限制：如果GP此前回报优秀的基金规模明显小于当前，那么在更大的资本规模上，团队可能不具备足够的能力和优势来驾驭，在这一点上LP在评估业绩时应该考虑周全。

业绩可持续性：对于部分GP，之前的投资业绩可能是基于一个特殊的市场机会，比如在2007～2010年，中国市场上的Pre-IPO投资主要基于一二级市场的估值套利，这一市场机会在目前看来是不可持续的。LP应该重点考察GP目前是否已实现策略转型，以确保业绩的可持续性。

独特竞争优势：GP在竞争日益激烈的环境下，拥有鲜明的竞争优势是非常重要的。对于部分GP，过去的成功可能是基于先驱优势。例如，2009年至2011年期间，中国国内很多天使投资的业绩令人艳羡，但目前天使投资行业的竞争格局已发生了根本改变，在过去取得了骄人业绩的天使基金也需要积极建立新的竞争壁垒。

项目损失风险：有些GP虽然整体业绩优异，但项目层面的失败率（Loss Ratio）很高，换言之，项目不是大成功就是大失败，那么其基金的损失风险就偏高。LP需要详细评估项目失败的原因和未来GP的投资策略是否有所转变。

此外，LP在评估并购基金业绩时需要特别注意。对于境外私募股权中的主流并购基金，其策略主要包含3个回报驱动因素：进入和退出的估值差，财务杠杆以及被投企业的实际盈利提升。若一只基金大部分的回报来源于估值套利，则这种模式可能不可持续，因为在当前整体欧美PE市场估值偏高的环境下，靠估值套利来产生回报的难度很高。通常情况下，被投企业盈利提升是可持续性较

高的回报来源。当然，更聪明的LP会具体衡量利润提升是通过提高营业收入、压缩成本以提高利润率还是通过行业整合并购实现的。

（四）合理使用IRR和回报倍数

本章第二节已经对IRR和回报倍数的优缺点进行了详细阐述。这里着重强调一下二者在业界实际使用时的注意事项。IRR作为国际通行的衡量私募股权基金的最主要业绩指标，对基金现金流的时间敏感性很高，在一些时点上可能被放大。比如，一些快进快出的项目IRR可能超过200%，但实际回报倍数不到2倍。再如某些私募债策略，因为债权的回报周期短，IRR可以达到20%左右，但实际倍数可能只有1.3至1.5倍。因此GP往往需要在投资期内将已实现退出的资金进行回收和再投资，以提高基金的回报倍数。

总的来说，LP会同时评估IRR和回报倍数，尤其在基金成立初期的几年，IRR波动较大，回报倍数可能更有参考价值。不过，由于IRR相对于回报倍数来说，包含了资金的时间价值，因此更为全面地反映了LP所得的回报。但正如本章第二节所阐述的那样，除了基金的整体总回报倍数（TVPI），LP也很关心投资已实现倍数（DPI）。TVPI相同的两个基金，DPI更高者通常更受青睐，因为对LP来说，账面倍数可能受二级市场走高、后续融资估值过高或者GP预期过于乐观等因素影响而虚高，而真正能够实现回报才是最重要的。

第三节 基金尽职调查

私募股权基金尽职调查是LP投资者对GP具体基金的投资前提进行调查和评估的过程。尽职调查的主要目的是通过严格、系统的方法对具体投资机会进行调查以做出更好的投资决策。尽职调查过程可能需要几周时间才能完成，并且需要做大量艰苦的工作。此外，必须强调

的是，尽管我们可能发现许多投资机会都很有投资价值，但是尽职调查的本质目的是识别出隐藏在机会后面的风险。

一、尽职调查流程概述

尽职调查通常包括对多个不同领域的投资机会的全面分析，包括基金投资策略的吸引力，负责基金投资的管理公司的组织能力，投资团队的投资能力和优势，投资团队的投资业绩，以及与基金有关的法律条款等。在尽职调查过程中，LP不仅需要对被考察的具体投资机会有充分的了解，而且需要对其他具有竞争力的投资机会的利弊有清晰的认识。

在尽职调查中，大多数LP都有一份需要得到回答的问卷调查清单（详见扩展阅读部分）。这种标准化的问题可以全面地传达信息，并且可以普遍适用于任何尽职调查过程。当然，这些问题本身不可能为投资提供多少独到见解，也不可能完全依赖其改善投资决策的质量，但是这些问题可以揭示出一些不利于顺利完成交易的信息。

处于募资期的基金常常会提供一份尽职调查问卷（DDQ），问卷的内容包含了许多标准的问题，用于收集信息，这是LP尽职调查过程的一部分。这些DDQ可以帮助LP获得尽职调查所需要提出的大量标准问题，而随着尽职调查过程的推进，LP将投入更多的时间和资源，也要投入较多的时间与GP进行面对面的沟通。

私募股权基金的评估工作有一定挑战性，尽职调查既是定性调查也是定量调查，需要进行数据分析，也需要进行大量的定性研究。首先，私募股权基金的一般组织架构是私人合伙企业，也就是说公开渠道可以获得的信息非常有限，私募股权基金一般无须向公众发布投资和经营活动的信息。因此，难以对不同的基金和基准基金进行比较。其次，GP通常也不会提供涉及商业机密的信息，如果被竞争对手获知，会对其不利。因此，LP投资人只能寄希望于GP提供的一系列信息

作为尽职调查的依据。LP常委托咨询顾问机构，一起参与上述工作。私募股权基金的LP投资人需结合自身需要设计相应的定量、定性分析的尽职调查程序，这样才能使得分析不流于形式，获得具有洞察力的调查结论。

二、尽职调查方法

（一）定量分析

尽职调查中定量分析着重在两个方面，一方面是分析GP的财务数据，另一方面是分析GP为了募集资金而向LP投资人展示的历史投资业绩。LP通过了解GP管理公司财务资金流的具体情况，便可以分析GP和LP的利益是否一致。LP的目标是能够与GP建立起充分的利益一致关系，并获得可观的资本利得。如果相当一部分利润来自基金管理公司日常经营性业务，那么LP所希望的利益一致关系就会受到影响。因此，LP需要分析GP的经营性账户信息，了解双方是否存在适当的一致利益。

大部分LP的分析工作将着重于GP在募集资金阶段所展现的业绩，LP会通过以下3个方面考察：

绝对来看，GP在投资中已实现的回报和未实现的回报投资情况分别如何?

相对来看，与LP认同的其他可参照的同类基金相比，上述投资回报又如何?

具体来看，在GP过去获得的投资回报中，促成获得投资回报的因素有哪些?

对LP来说，显然需要关注的是GP整体的绝对和相对业绩，本书上一节已经对私募股权基金的业绩衡量有具体说明。在具体分析中，LP

主要的关注点是已实现回报从已退出的交易中分离出来。在任何交易中，价值可以通过3种方式产生：提高利润，降低兼并和退出的杠杆率，以及回报倍数套利（即当资产达到比收购时更高的利润倍数时卖出该资产）。虽然在理想情况下GP可同时通过以上3种方式获利。但对于LP而言，第一种方式（提高目标资产的利润）是最难实现的，也是最有价值的。

由于私募股权是长期投资，因此LP一般会发现大量目标投资公司都没有实现回报的投资。这些公司仍然在投资组合里，由GP进行管理。对于LP来说，很大一项挑战就是对这些公司的业绩做出判断，并对这些公司的价值进行严格的评估。由于针对不同公司，LP选择使用的估值方法有很大的差异性。因此，对未实现投资的估值是一项复杂的工作，需要LP深入分析。

（二）定性分析

LP需要投入大量时间进行定性的尽职调查，而这项工作的主要内容是面谈，面谈对象包括GP的成员、目标投资公司的管理层以及其他相关的第三方。由于通过面谈可能会得到一些独到的见解，因此从这个角度看，这项工作是非常重要的。在进行定性面谈时，LP要考虑以下3点：问什么？问谁？怎么问？

关于“问什么”，LP可以通过尽调问卷和投资假设列出问题清单。关于“问谁”，LP常需要进行创造性思考。GP除了其自身团队成员接受面谈，通常还会提供咨询人员名单。但是，与这些人员的面谈可能无法提供最有价值的见解。此时，LP需要利用个人关系网，自行寻找面谈对象，以求获得更多独到的见解。最后也是最关键的，是LP需要斟酌“怎么问”，即在实际中如何组织和开展面谈工作。很少有LP能够拥有丰富的经验和技巧以很好地组织和进行面谈，并取得最佳的效果。对于进行面谈者而言，为了进行有效的面谈需要选择合适的面谈对象，并以恰当的方式提出适宜的问题。例如，面谈是一对一进行，还

是一对多，或者其他方式？应该问什么问题，不同问题按什么顺序提问，以及所问问题是开放式的还是限制答案的？LP可以通过外部顾问来协助其完成上述工作。

（三）外部顾问支持

无论LP的能力如何，在某些时候，尽职调查还是需要外部顾问的协助。例如，最常见的是法律顾问。他们的主要职责是协助商定有限合伙协议，这是涉及基金法律条款以及投资人与基金管理人关系的主要文件。

LP也可以根据具体情况，聘请其他业务顾问。例如，LP可能需要对地理位置上较远国家的GP进行详细的背景调查。这个地区可能离LP的核心关系网络太过遥远，因此，就需要第三方顾问机构代为进行这一调查。尽职调查就像是一个漏斗，随着投资项目成功地通过尽职调查过程的各个阶段，考察的问题会越来越少，但考察的内容会越来越深入。

三、商业尽职调查

通常情况下，在商业尽职调查中，每一个基金都应该评价以下方面的内容：基金的投资策略，基金的投资过程，GP的组织和团队评价以及对其投资业绩的评估。正确的分析方法，是就每个投资机会的投资价值形成一个有效的投资假设，然后在尽职调查的具体阶段充分地检验这一假设。

（一）基金投资策略

LP需要投入大量时间研究基金的投资策略，并将其与投资组合构建过程中已经完成的工作相结合。当LP评价基金的投资策略时，他们既考虑基金所采取的大范围、多种资产类别投资策略的吸引力，也考虑GP本身创造价值的方法。

LP应该根据细节来评价基金在以往投资中采取的策略是否具有一致性。如果GP的投资策略缺乏一致性，实际投资方案与其所陈述的策略出现差异，那么LP就会对将该GP的历史业绩作为其未来业绩表现的主要参照指标存有疑虑。

（二）基金投资过程

GP采取的价值创造方法可以有各种方式，从纯粹的财务投资到参与被投公司日常经营活动并提供增值服务。虽然具体地理区域或资产类别对应的市场条件不同，但这些价值创造方法产生回报的潜力，都是具有吸引力的。正如投资策略中明确的，LP需要通过系统的尽职调查形成一定的观点，并结合对资产类别和投资地域总体吸引力的概况，总结评价GP投资过程的主要结论。具体而言，LP应该注重以下几个重要问题：

针对LP对投资地域与资产类别的总体看法，基金的具体投资策略是如何匹配的？

在市场/资产类别的成熟程度既定的情况下，投资过程中不同要素的相对重要性如何？

这一投资过程的优势在哪里？如何能够在其特定的市场环境下获得较好的投资回报？

图5-3说明了在一定市场环境下，针对投资过程中不同组成要素，由于市场特点的不同而带来的投资关注要素的不同。GP在投资过程中，在不同市场环境下，应该针对不同要素具体分析，以获取理想的投资回报。

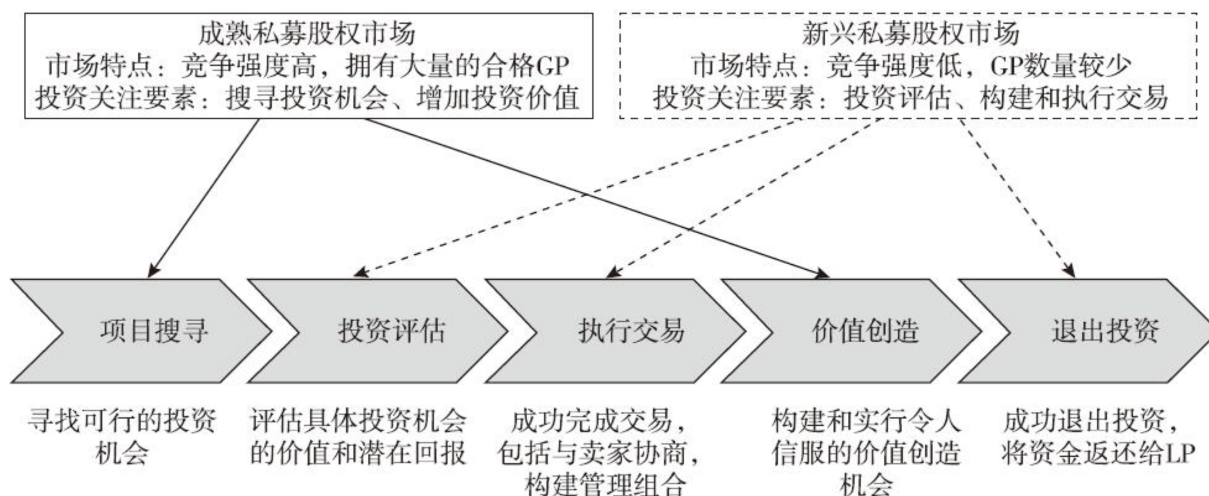

图5-3 私募股权基金投资过程

1.项目搜寻

LP在评估GP寻找项目投资机会的能力时，主要需要考虑以下衡量标准：

GP每年关注的交易机会规模。

与该基金的投资目标有关的交易现金流量情况。

已有的寻找投资机会的独特策略。

当前的交易渠道和储备项目（即潜在的投资机会）。

2.投资评估

在考察GP的投资过程时，LP需了解GP的团队是否有以下评估具体投资机会的能力：

了解相关产业动态以及相关交易在该产业中所处的状态。

建立可执行的业务计划。

建立与业务计划所体现的投资策略一致的交易结构，引入适当的杠杆融资和管理层激励机制。

能够找到项目的独特闪光点，为竞争性竞标过程增加一些优势。

LP应该评估GP内部资源的有效性，同时也应该评估GP与外部第三方（例如尽职调查专业机构）合作的协调性。与此同时，LP需要了解GP的运作是否基于产业投资模型以及相应的运用经验。对于使用特定产业投资模型的基金管理人，一般都能够深刻地理解其所擅长的具体投资领域的情况，因此也能对这些部门投资机会的价值做出较好的判断。

此外，LP还需要详细了解GP对于交易估值与交易结构的态度。LP应该了解基金管理人此前投资的交易一般是如何定价的以及此前所投资的项目类型，并和GP投资活动所处的市场历史平均价格进行比较。LP应分析了解GP交易时的负债状况，以进一步了解其在市场标准变化的环境下采取的具体投资战略。

3.交易执行

LP需要考察基金管理人的交易执行能力。具体来说，LP要了解GP的基金经理在投资过程中与交易对手进行成功谈判的能力。LP需要分析GP的交易经验以及是否聘请过第三方专家来协助投资的执行。LP应广泛地和曾经与GP合作过的第三方机构进行沟通，了解GP的执行力。

4.价值创造

LP在整个估值过程中，很关键的一部分是评估GP对目标投资公司的增值服务能力。以下列出了评估过程中几个需要考虑的问题：

GP对哪类投资策略有价值创造的实践经验？GP在以往投资中实施过的对被投企业的价值创造经验非常重要。例如，GP在执行国际扩张

方面有专家顾问团队，并且有成功案例。LP需要了解基金经理在不同市场情况下可能采取的价值创造方案。

GP在既定策略下会采取何种投资收益分配方式？该问题涉及GP与被投公司的合作方式。例如，有些GP可能授权给一支有实力的投资团队来管理和完成事先协定的投资计划，而GP本身主要通过标准化的报告来监控整个投资。有些GP可能会完全地介入被投公司，安排自身投资管理团队的成员直接协助完成投资计划和公司的运营。

GP取得的投资业绩背后的原因是什么？LP需要从投资价值创造的角度彻底地考察GP的业绩指标，包括EBITDA的增加、债务的降低以及交易倍数套利。LP应根据交易规模、所投资部门以及使用的投资策略，识别出价值创造的差异性。

当一项交易的表现不如预期时，GP会采取什么行动？GP面对初始计划失败时的应急能力非常重要。LP在考察GP价值创造能力的过程中，需要关注GP是否曾经在以往投资活动中，由于最初的投资假定不成立，最后仍能够将陷入困境的投资项目转败为胜。

5.退出投资

对于GP退出投资能力的考察，LP应从数量和价值创造两方面来分析GP成功实现退出的可能性。此外，LP还应详细评估GP在以不同方式（如IPO，出售和二次购买等）成功实现退出方面的经验。

（三）GP的组织和团队考察

针对GP的组织架构的考察，LP可以从以下3方面来评估：第一，GP的所有权结构是否以最好的方式来组织，可以使投资人的投资收益最大化？通过评估所有权结构，LP可以了解GP和投资人之间的利益一致性是否达到最优。同时，还需要评估组织结构对员工的激励性制度。第二，GP的团队架构是否稳定？LP需要分析GP的组织结构的细

节，包括在GP公司内部，哪些成员持有本公司的股份较多。此外，LP还需要了解GP的管理层继任计划。第三，GP公司日常运营是否有效?GP公司的运营方式可以说明其组织的有效性。LP可以评估公司内部的运作流程、负责公司运作的委员会以及公司资源的管理情况等。同时，LP还可以分析GP组织的人事架构及其对投资决策有效性的影响。

对于GP的投资团队的考察，LP应投入一定的时间接触GP投资团队的每个成员以及同时接触一组成员（主要是为了评估成员之间的人际互动情况）。对团队成员的考察，要按照资历分开进行，即高级管理层、有经验和执行技巧的中层人员以及一般雇员。分析投资团队的目的之一是了解团队的基本背景情况，需考虑的要素包括团队的实际规模、团队成员的年龄、教育背景、工作经验、私募股权投资的经验、人员离开或变动情况以及工资和激励机制。与此同时，LP还需要考察团队内部的生命力，理解不同投资团队如何有效地协同工作。通过上述分析，LP可以了解GP团队内部新老员工之间业务传授的情况，以及GP团队成员职业发展的路径。

（四）过往投资业绩评估

LP不仅需要评估GP在过去投资中创造的业绩只是来自外在有利的市场环境，更需要GP提出对未来的价值创造令人信服的方案。

作为量化分析的核心，过往业绩的评估在尽职调查中可能是最为重要的判断标准。该分析不仅需要对基金管理人所有业绩进行详细的组合分析，还需要在被投公司层面对每笔投资的回报进行分析，如使用IRR和亏损率等指标。对于已实现和未实现的交易，LP都要进行评估，还要特别注意评估未实现交易时采用的估值方法。此外，LP还需要结合定性分析，思考GP的投资业绩的归因。例如，该业绩是因为特定的团队成员、一定的交易规模、采取的特定策略还是因为在特定部门完成的交易？通过与基金管理人进行一定的沟通，LP可以了解其对过去和未来投资价值的影响力。

在完成对管理人历史业绩的分析之后，应该将分析结果与同一市场内其他GP的历史业绩进行比较。通过对这种同类机构的横向比较，可以发现相应GP所发行的具有较好投资回报增长空间的基金。而在衡量GP先前所运营基金的业绩时，应该从该基金第一次开始投资算起，基于GP的过往业绩再安排具体的尽职调查内容。在这些基金清算期结束后，其最终业绩与上述业绩会有所不同。

四、法律尽职调查

基金法律框架的要点一般在尽职调查开始时提供给LP的投资协议条款中就会披露。因此，LP通常在尽职调查初期，就能够了解任何可能不利于交易顺利进行的条款，从而也能进一步采取相应的措施。

一份投资协议条款一般包括以下项目：投资目标、战略焦点、管理人、最小承诺额、分批拨款程序、基金投资期、基金交割方法、费用和中止成本的处理、运营开支、第三方支付条款、再投资规定、顾问委员会、GP的解约、关键人物条款、转移条款、税务问题、合伙人规模、法律结构、货币、被指定的执行人员的承诺、针对违约的措施、基金条款、GP的份额、设立成本、附带权益、分配规定、基金报告、独家经营权、指定的执行人、借款和赔偿等。

基本上所有基金都会聘请自己的律师，这些律师会就与基金设立相关的条款提出建议。不过，市场惯例条款也是大家普遍熟知的。因此，在通常情况下，一只新基金一般都会遵从这种市场惯例。在这些条款上，每一只基金都有各自的细微差别。一般来说，GP对延伸这一条款的主观意愿强弱，取决于他们如何看待自身特许经营权的大小，而且在一定程度上，也取决于基金募集资金市场的客观条件。比如，一只在活跃的募资市场上拥有较长历史和良好募资业绩的大型基金来说，相对于刚开始发行的新基金，更能够将上述标准化条款运用到极致。

一般来说，LP在其尽职调查的后期会展开更为具体的法律尽职调查。在这个阶段，LP会寻求敲定有限合伙协议具体条款中的相关细节，而且很有可能会结合其特殊的情况商定例外条款。在这些协议中，LP能否对协议产生实质性调整依赖于LP的实力和规模，同时也依赖于在募集资金过程中基金的状况。例如，一家规模大、实力强的LP准备对一只首次募资期将结束的基金做出出资承诺，该LP就更加能够按照对其有利的方向来修改基金的有限合伙协议。特别地，对于那些在整个募资过程快结束时，才做出投资承诺的小型投资人来说，话语权通常较小。但另一方面，由于募资期已经快结束，此前的投资人付出了很多努力对协议进行了完善，后来的投资人也就能直接从中受益了。

法律顾问报告涉及两个方面：基金的具体法律条款和在税收方面对投资人的适用性。其中，就具体法律条款而言，法律顾问将就有限合伙协议的关键条款做出报告，并提出相应的看法。一些需要考虑的要素包括：

投资战略。

基金存续期：投资期、收获期及延长期。

管理费：费率、收费期、费用调减。

附带权益结构：百分比和机制。

基金交割条款。

关键人条款。

在此基础上，LP投资人可以对这些关键条款形成观点，讨论哪些是重要的，任何调整都可以并入修改后的有限合伙协议或写入载明LP具体要求的附属协议（Side Letter）中。

此外，在税收方面，GP和LP所使用的投资管理结构必须与税收政策相匹配。通常来说，在一定的投资管理架构下，投资所得的税收是透明的。但是，在部分国家（如日本），税收政策较为复杂，LP需要考虑并确保其投资结构是否与当地的税收政策相适应。

【扩展阅读】

私募股权基金商业尽职调查问卷

（一）基金的投资策略

1.行业/地区

基金主要聚焦于什么行业/地区?

各个行业/地区的投资策略是什么?

各个行业/地区当前的趋势是什么，如何根据这些趋势制定基金的未来策略?

2.市场环境

同行/竞争对手是哪些公司? 基金的比较优势是什么?

与同行/竞争对手相比，基金的投资策略/目标市场如何?

当前的环境如何影响基金投资策略?

（二）基金的投资过程

1.寻找目标

GP管理交易流程的能力?

寻找交易的渠道?

交易流程如何对应基金的战略?

LP是否有动力改善交易流程?

预计每年要完成多少交易?

2.投资评估

GP评估特定投资机会的能力?

GP是否具有相应的知识来恰当地制定交易流程?

针对不同的投资，GP如何设计相应的交易计划?

3.项目执行

GP与交易对方谈判的能力如何?

GP的项目执行经验如何?

GP在执行中是否有良好的团队合作?

4.价值创造

GP的成功投资是由于EBITDA的增长还是由于债务调减和回报倍数套利?

在交易的表现欠佳时，GP会采取何种行动?

GP采取何种方法进行交易构建和风险控制（如交易风险、政治风险和货币风险）等?

GP监督投资的方法是什么?

GP具备哪些退出交易的能力?

（三）GP的组织和团队评估

1.组织架构

GP所有权结构是否最优，是否能使投资人的投资回报最大化?

GP给员工的激励机制如何?

在之前管理的基金中，GP的红利分配情况如何？当前的基金情况又如何?

GP团队成员是否比较稳定?

GP是否有计划再雇用新员工?

在日常运营中，公司能否做到有效运作?

GP是否在环境、社会与治理（ESG）方面有所作为?

2.投资团队

每个团队成员的背景情况如何？工作经历如何?

团队中每个成员在与其他同事共事时的工作表现如何?

有多少资金承诺投资于基金？这些投资承诺是以现金还是其他方式支付?

团队中关键成员是否还有其他商业利益?

（四）投资业绩的评估

1.过往业绩总结（由GP提供）

投资团队已完成的每笔交易的详细现金流数据（包括管理费和附带权益的现金流数据）。

迄今为止每笔交易中已实现和未实现的损益。

每笔交易的IRR总额和净值。

在每笔交易中投入资本所赚取的回报倍数。

2.投资过程评估

在投资的识别、监控和退出过程中，GP团队成员充当的主要角色是什么?

团队中哪位成员的表现较为突出?

从每笔交易来看，产生投资回报的核心因素是什么?

GP评估投资组合持有情况的方法是什么?

专题研究 骑手、马匹选拔：GP能力归因和基金投资决策

在选择好了赛道之后，下一步要选拔出优秀的骑手和合适的马匹。顶级的骑手不仅需要拥有对马匹的专业掌控技巧以及瘦小而精干的身体素质，还需要有对比赛的丰富经验。赛马最后的关键因素是识别出好的马匹，而每一匹马都有自己的性格和优势。

LP投资的最终目标是获得最好的投资收益，在对私募股权基金进行了科学的投资组合规划和资产配置之后，投资人下一步的目标是选择合适的基金管理人（GP）也即基金的“骑手”。另一方面，对于LP而言，即使是同一基金管理人，其旗下的多只基金业绩也不尽相同。然而，由于私募股权基金的存续期通常较长，部分长达10年以上，长期来看LP需要对基金管理人的投资能力进行完善的评估和归因，并识别出单只基金回报的核心驱动因素。

一、骑手选拔：风险投资基金管理人投资能力的驱动因素

由以上分析我们可以看出，综合考虑风险和收益，LP应该适当地加大对风险投资的投入。但作为LP，通常主要为母基金、保险公司、大学捐赠基金和养老基金等，风险投资对于他们而言风险较高，而第一梯队基金管理人和第四梯队之间的回报差距显著，并日益扩大，所

以我们主要需要识别并关注前25%的基金，因为其能够长期显著地创造高于公开股票市场收益，相对而言，整体基金投资的平均回报并不具有吸引力。

基金管理人的投资能力可能受到多方面因素的影响。比如，一只基金的投资策略，可以是分散化的投资，也可以是集中性的投资，并且可以对特定行业或特定地域进行覆盖。同时，被投企业不同轮次的融资也使得基金管理人在投资时间点所需的规模和回报情况有所不同。此外，由于私募股权基金管理人的团队通常较小，团队管理能力对于基金的回报业绩有很大的影响，这其中包括团队的历史、团队的规模、团队成员过往的投资经验、合伙人层面是否稳定等。

为了筛选出风险投资基金管理人业绩的最主要驱动因素，本文主要从投资策略和团队管理两方面选择合适的自变量，以基金管理人的总体投资业绩为因变量进行多元回归分析，从系数的符号属性和显著性水平等回归结果来判定主要的驱动因素，从而为筛选优秀的风险投资基金管理人提供判断依据。

（一）样本选择

本文主要以中国私募股权市场上领先的32家风险投资基金管理人为样本，综合考察其近20年的整体投资回报情况。数据的来源主要是公开资料和各大数据库的分析。样本选取的具体标准如下：

设立风投基金且在1995～2014年之间投资中国企业的中外普通合伙人。

已有退出项目且在基金层面取得回报倍数的管理人。

基金的币种包含人民币基金和美元基金。

整体总成本回报倍数[注]排名在前25%的管理人。

（二）变量设计

为考察影响基金管理人的总体业绩的驱动因素，需设计回归模型中的自变量。本文根据现实中的具体情况和现有文献研究方法，主要从基金管理人的投资策略和管理团队两方面出发，设计9个自变量，以期解释风险投资基金管理人的总体业绩回报。值得一提的是，在因变量的选取中，考虑到数据的可获得性和指标对主要投资能力的反映，本文依然选取投入资本总值倍数（TVPI）而未选择IRR。

1.投资策略变量

被投企业的融资轮次（Stage）。企业的成长期不同，其融资的轮次以及相应的融资额度也会发生变化。这在风险投资的投资策略中是非常重要的，投资时点分为天使投资、A、B、C等轮，这里为简便设置虚拟变量，将A轮及A轮之前的设为早期投资（0变量），B轮及B轮之后的视为成熟期投资（1变量）。

主要投资地域（Geog）。随着中国私募股权市场的开发、跨境并购的兴起以及人民币和美元基金的双币种并行，越来越多的外资基金管理人开始投资中国市场，而本土基金管理人也通过发行美元基金投资境外。地域的分散化投资带来风险的分散和降低，但对投资回报可能也会有影响。这里本文设置虚拟变量，主要考察资金的重点集中度和跨境基金的不同点，将只投资中国市场的设为0变量，同时投资其他海外市场的设为1变量。

重点投资行业（Ind）。不同的行业覆盖也是投资策略的主要表现，就风险投资而言，TMT、医疗和新能源等是热门的投资行业，尤其是TMT领域，是近年来绝大多数风险投资基金专注的领域。而不同行业的覆盖可以带来风险的分散，但专注行业的投资可以积累相应的投资经验和人才。这里本文仍设置虚拟变量，单独将只投资TMT领域的基金管理人设为0变量，其他有分散多元投资的设为1变量。

平均每期基金的投资项目数量（Deal）。该指标主要是考察基金管理人平均每期基金的项目投资数，反映投资的集中程度。分散化的多元投资可以分散风险，但也可能导致总体的投资回报较低，而集中性的投资风险较大，需要有足够资深的经验筛选最有潜力的项目进行投资。

2.团队管理变量

团队成员数量（Member）。该指标主要考察团队的规模与投资业绩的关系。风险投资团队一般较小，尤其是初创时期，通常只有几人到十几人。但随着后续基金规模的扩大，团队规模也会随之扩张，而不同的基金管理人对于团队成员数量也有不同的控制。

认缴资本比例（Commit）。该指标是指GP认缴资本占基金募资规模的百分比，通常为1%～2.5%不等，其余绝大部分由LP出资。认缴资本比例越高则表示该基金本身出资比例越高，相应的激励效果可能也越大，从而可能获得更大的投资回报。

基金管理人成立年份（Year）。该指标是指基金管理人成立至今的时长年限，主要是为了研究新兴管理人和老牌管理人的业绩区别，考察是否历史越悠久的管理人，其总体投资业绩越好。值得注意的是，近年来，越来越多的风险投资基金管理人的高层出现人事变动，合伙人、董事总经理层面的高管离职开创自己的新公司进行募资，促使“风险投资2.0时代”的到来。

过往投资基金数量（Funds）。该指标主要希望考察是否过往投资的基金越多，经验越丰富，相应的投资回报越好。但由于前述“风险投资2.0时代”的到来，这些从老牌GP离职创业的新兴基金管理人，其首次募集的基金投资业绩可能反而较好。

高管层面的离职人数（Depart）。该指标考察高管（尤其是合伙人层面）的离职对该基金的业绩的影响程度。正是因为风险投资团队较小，团队高层领导者的角色至关重要，关键人物的管理风格和投资策略对该基金的投资决策有非常大的影响。而“风险投资2.0时代”的到来，从老牌GP离职创业的新兴的基金管理人，对原GP的投资业绩也存在潜在的影响（项目搜寻、投资策略和团队建设）。

（三）多元回归模型

1.回归模型建立

根据以上的变量设计，本文根据32家中国风险投资市场上最优秀的基金管理人近20年的总体回报作为因变量，综合投资策略和团队管理两方面建立9个自变量建立多元线性回归模型，如式所示。

$$TVPI_i = C + \alpha_1 Stage_i + \alpha_2 Geog_i + \alpha_3 Ind_i + \alpha_4 Deals_i + \alpha_5 Member_i + \alpha_6 Commit_i + \alpha_7 Year_i + \alpha_8 Funds_i + \alpha_9 Depart_i + \varepsilon_i$$

其中，i表示第i个基金管理人，TVPI表示该基金管理人的整体投入资本总值倍数。投资策略的变量有4个，Stage表示投资轮次是否为早期，Geog表示投资的主要覆盖地域是否为中国，Ind表示专注的投资行业是否为TMT，Deals表示平均每期基金的投资项目数量。团队管理的变量有5个，Member表示团队规模大小，Commit表示认缴资本比例，Year表示基金管理人成立时长，Funds表示过往的基金数量，Depart表示合伙人层面的离职人数。

2.回归结果分析

利用SPSS进行多元回归分析，可以得到如表5-2所示的结果。

表5-2 风险投资基金管理人业绩的多元回归结果

变量名称	非标准化系数		标准化系数	T统计量	P值	共线性诊断	
	系数	标准差	系数			容忍度	VIF
常数项	2. 610	0. 528		4. 943	0. 000		
Stage	-0. 050	0. 457	-0. 024	-0. 108	0. 915	0. 529	1. 890
Geog	-1. 059	0. 581	-0. 849	-2. 822	0. 035	0. 424	2. 358
Ind	-0. 717	0. 457	-0. 370	-2. 068	0. 044	0. 464	2. 155
Deals	0. 065	0. 034	0. 602	1. 892	0. 075	0. 255	3. 928
Member	-0. 037	0. 017	-0. 778	-2. 218	0. 040	0. 210	4. 770
Commit	-0. 259	0. 176	-0. 345	-1. 476	0. 157	0. 473	2. 112
Year	-0. 005	0. 062	-0. 026	-0. 083	0. 935	0. 261	3. 835
Funds	0. 206	0. 101	0. 680	2. 034	0. 047	0. 231	4. 328
Depart	-0. 173	0. 106	-0. 338	-2. 638	0. 039	0. 606	1. 649

从拟合优度来看，调整后的R方为95.64%，F统计量的P值为0.016，模型的整体拟合优度较高。在共线性诊断中，方差膨胀因子VIF均小于5，故可判断其不存在多重共线性。从各变量的t统计量来看，Geog、Ind、Funds、Depart和Member这5个变量的P值小于0.05，而其他变量均不显著。

从标准化系数来看，显著的5个变量中，Geog的系数为-0.849，系数为负且十分显著，表示只关注中国市场投资的基金管理人投资回报业绩反而更好。Ind的系数为-0.370，系数为负，较为显著，表示只覆盖TMT领域的集中型投资的业绩更好。Funds的标准化系数为0.680，符号为正且十分显著，表示过往所募集的基金数量越多，相应的投资

经验越丰富，其投资业绩也更佳。Depart的系数为-0.338，表示合伙人层面的高管离职人数越多，对基金管理人整体投资业绩的负向影响越大。Member的系数为-0.778，表示团队规模越大反而对基金管理人的投资业绩有潜在的负向影响，这可能是由于核心项目成员能力被稀释所造成。

（四）风投基金管理人投资能力的驱动因素

从投资策略来看，更专注于中国市场的基金管理人的投资表现会更好。可能的解释是，专注中国市场的基金对于被投企业的管理和运营更为熟悉。特别地，风险投资关注的多为初创型企业，专注中国的投资者更能理解本土的创业模式和创新人才。虽然在分散化地域的投资能降低部分风险，但也失去了专注于中国经济发展和中国本土企业成长的机会。同时，集中性的行业投资表现优于分散化的投资，尤其是在TMT行业。近年来，中国TMT行业发展迅速，包括移动互联网、社交网络、新媒体（主要是视频）和电子商务等行业，而这也是风险投资的热门行业，专注的投资经验和识别项目的能力尤其重要。此外，投资的轮次、每只基金平均投资项目公司数量并不显著影响投资回报倍数，与现实中实际情况相比较，该结论也是非常符合实际的。

从团队管理来看，规模越大的团队的投资业绩反而不一定越好，可能的解释是因为团队的扩大，对于核心项目成员能力的稀释，这主要反应在项目的搜寻能力方面。同时，在团队规模快速扩大后，团队管理的风格对稳定性也可能有影响。而另一方面，过往投资的基金数越多，经验越成熟，投资业绩就越具吸引力，但这也随着合伙人层面的管理人变动而变动，即合伙人层面的离职对回报倍数有显著的负向影响。这对于前述“风险投资2.0时代”也能反映出来，老牌的基金管理人拥有更成熟的投资逻辑和管理体系，但高管的离职可能造成较大的潜在影响，而离职高管所创立的新兴基金管理人作为首次募集基金的团队，也值得进一步关注并发掘其在原GP领导的项目业绩和其在新GP的独特投资策略。

二、马匹识别：单只风险投资基金回报的影响因素

赛马最后的关键因素是识别出好的马匹，而每一匹马都有自己的特性和优势。对于LP而言，即使是对于同一基金管理人，其旗下的多只基金业绩也不尽相同。在完成了私募股权投资的资产配置并筛选出风险投资基金管理人业绩的最主要驱动因素后，下一步的问题是如何在基金层面来识别单只基金回报的影响因素。

本文一方面从宏观经济和资本市场寻找因素，另一方面从基金自身的设计出发，从外部和内部识别出单只基金回报的影响因素。利用基金管理人每期基金的历史业绩，通过主成分分析进行业绩归因，识别出影响当期基金回报的市场因素和基金本身设计的要素，从而为LP在投资风险投资基金时期和投后管理时期提供建议。

本文利用基金管理人每期基金的历史业绩，通过主成分分析来进行业绩归因，识别出影响当期基金回报的市场因素和基金本身设计的要素。在此选用主成分模型，而为直接进行多元回归分析，主要原因是为了克服解释变量之间的多重共线性，以及样本数量有限的问题。主成分分析模型的核心是利用线性变换来降维，在损失很少信息的前提下把多个指标转化为几个不相关的综合主成分。进一步，我们可以将主成分用于和回归分析相结合，进行主成分回归分析。

（一）变量设计

与前述模型不同的是，这里我们选择基金层面而非管理人层面的总投资成本回报倍数（FTVPI）作为被解释变量，目的是希望在基金层面进一步研究其回报业绩的影响因素。对于自变量，本研究主要从宏观经济和资本市场、基金自身设计两方面来考察。

1.宏观经济和资本市场因素

基金从投资期到投后管理期的回报表现都受到宏观经济和资本市场等外部因素的影响。宏观经济和资本市场的波动会对整个私募股权行业带来冲击。此外，考虑到私募股权行业的特殊性，基金所投企业在IPO退出时，对资本市场有强烈的依赖性，而不同的资本市场估值水平不同、上市难度不同也带来了其IPO退出渠道的选择性问题。因此，本文分别从宏观经济和资本市场选择解释变量来分析基金层面的回报倍数的影响因素。

宏观经济增长（GDP）。GDP是衡量宏观经济表现最好的指标，其增长情况会影响风险投资基金整个存续期的表现。考虑到对于基金投资人LP，其重点关注对象是投资期内宏观经济的波动情况，尤其是与承诺出资时的对比变化，故本文采用2014年GDP与各只基金成立当年的GDP之比作为指标。

股票市场波动（纳斯达克指数、上证综指、恒生指数）。同样地，考虑到出资人LP最需要关注的是自承诺出资之日起整个资本市场的变动情况。本文分别采用2014年纳斯达克指数、上证综指和恒生指数的平均值与各只基金成立当年各指数平均值的比值作为衡量指标。这里分为3个指标的原因主要是考虑到项目的退出渠道，被投的中国企业在IPO时选择不同的资本市场，即分别代表美股、A股和港股。

2.基金自身设计因素

基金规模（Size）。该指标指的是基金设立时的募资规模，用于考察基金规模大小对投资回报的影响。一般而言，小规模的基金会更专注与特定行业或地域的个别投资且单笔投资规模较小。对于风险投资而言，小规模的基金可能会更偏好于天使期的投资。相反，规模较大的风险投资基金更着重在被投企业的布局，如不同的核心行业布局和地域布局。

基金设立年份（Vintage）。该指标指的是基金自设立起总计的年限时长。基金的存续期一般为10年，其间投资周期通常分为投资期、投后管理期和收获期，其回报倍数会有较大的区别，需根据存续期不同分别进行分析。

单笔平均投资规模（Ticket）。该指标是指该基金每次投资企业的平均金额，通常为100万至3000万美元不等，与基金自身设定及所在行业相关。较早期的轮次如天使投资，单笔投资规模一般较少（低于500万美元），成熟期的投资单笔投资规模较大，通常大于2000万美元。

基金币种（Currency）。该指标主要是为了区分美元基金和人民币基金，两种币种的基金在资金来源、法律基础、投资限制、退出路径、税收优惠等方面都有不同。以退出路径为例，美元基金在投资时一般会搭建离岸控股结构，退出时将被投企业在境外的交易所上市，或转让境外控股公司的股权。而人民币基金一般谋求在境内上市，或在境内转让股权或资产。本文设置虚拟变量，分别用0变量表示美元基金和1变量表示人民币基金。

（二）主成分分析结论

从最后的回归系数可以发现，基金层面的回报倍数与宏观经济及资本市场的波动呈正相关关系。其中，GDP的正向推动最为明显。在资本市场，A股的影响最大，系数达到0.2041。另一方面，从基金自身的设计来看，基金的成立时长影响较大，系数达0.3177，这主要是因为基金的存续期较长，分为投资期、投后管理期和收获期，发起时间越早的基金现阶段的回报倍数越高，相应的理论解释可以从著名的“J-曲线”理论中看出。同时，基金币种不同，回报倍数也相应有所区别，美元基金的表现比人民币基金要好。此外，基金规模越大，回报倍数反而降低。基金的平均单笔投资规模大小与回报倍数呈正相关，但系数很小，仅为0.0841，相关性不大。

（三）主成分回归分析模型

根据以上的变量设计，本文根据前述32家优秀的国内外风险投资管理人，各期总计132支投资于中国市场的风险投资基金的回报情况来进行主成分分析。综合宏观经济和资本市场、基金自身设计两方面的8个解释变量建立主成分分析模型，来识别主要的影响因素，模型如式所示。

$$FTVPI_i = C + \alpha_1 GDP_i + \alpha_2 Nasdaq_i + \alpha_3 SHSE_i + \alpha_4 HSI_i + \alpha_5 Size_i + \alpha_6 \mathit{Vintage}_i + \alpha_7 Ticket_i + \alpha_8 Currency_i + \varepsilon_i$$

其中，i表示第i支基金，FTVPI表示该基金的投入资本总值倍数。宏观经济和资本市场的解释变量有4个，分别用GDP、Nasdaq、SHSE和HSE表示与基金成立当年相比的宏观经济波动以及美股、A股和H股的资本市场波动。基金自身设计的解释变量有4个，Size表示基金规模的大小，Vintage表示基金成立的时长，Ticket表示单笔平均投资规模，Currency表示基金的币种。

1.相关性和共同度分析

在进行主成分分析前，需首先判定指标之间的相关性从而观测样本间是否具有潜在的共线性。将上述9个指标的数据进行标准化处理，得到其相关系数矩阵如表5-3所示。

从相关系数矩阵可以看出，9个解释变量之间相关系数普遍较高，存在很强的多重共线性，所以不适用直接的多元回归，而需使用主成分模型进行分析。主要的方法是将重复的变量（关系紧密的变量）删去，建立尽可能少的新变量，使得这些新变量是两两不相关的，而且这些新变量在反映投资回报的信息方面尽可能保持原有指标的信息。

表5-3 各指标相关系数矩阵

	GDP	Nasdaq	SSE	HSI	Vintage	Size	Ticket	Currency
GDP	1.000	−0.056	0.538	0.570	0.865	−0.229	−0.161	−0.130
Nasdaq	−0.056	1.000	0.242	0.563	0.306	−0.115	−0.058	0.091
SSE	0.538	0.242	1.000	0.790	0.501	−0.105	−0.311	−0.082
HSI	0.570	0.563	0.790	1.000	0.680	−0.224	−0.198	−0.097
Vintage	0.865	0.306	0.501	0.680	1.000	−0.241	−0.132	−0.129
Size	−0.229	−0.115	−0.105	−0.224	−0.241	1.000	0.333	0.026
Ticket	−0.161	−0.058	−0.311	−0.198	−0.132	0.333	1.000	0.047
Currency	−0.130	0.091	−0.082	−0.097	−0.129	0.026	0.047	1.000

共同度是指每个主成分变量从原始变量提取信息的能力。表5-4给出了这次主成分分析从原始变量中提取的信息，可以看出恒生指数、GDP和成立年份提取的最多，而基金币种的变量损失率最大。

表5-4 各指标的共同度提取

	初始	提取
GDP	1. 000	0. 851
Nasdaq	1. 000	0. 805
SSE	1. 000	0. 647
HSI	1. 000	0. 899
Vintage	1. 000	0. 810
Size	1. 000	0. 635
Ticket	1. 000	0. 695
Currency	1. 000	0. 345

2.总方差解释和主成分提取在提取各指标的共同度后，可根据初始特征值及其方差来提取主成分。提取方差大于1的为主成分，由表5-5可知应提取前3个，前3个主成分累加占到总方差的85.407%，累计贡献度较高。

具体而言，第一主成分的方差是3.301，占比为56.543%。第二主成分的方差是1.223，累计占比为72.069%，第三主成分的方差是1.162，累计占比达85.407%，超过通常的累计占比85%的要求。综上所述，应提取3个主成分。

表5-5 总方差的解释及平方和提取

成分	初始特征值			提取平方和		
	总计	方差占比%	累计占比 %	总计	方差占比%	累计占比 %
1	3. 301	56. 543	56. 543	3. 301	56. 543	56. 543
2	1. 223	15. 525	72. 069	1. 223	15. 525	72. 069
3	1. 162	13. 338	85. 407	1. 162	13. 338	85. 407

续表

成分	初始特征值			提取平方和		
	总计	方差占比%	累计占比 %	总计	方差占比%	累计占比 %
4	0. 907	11. 338	96. 745			
5	0. 100	2. 347	98. 092			
6	0. 052	1. 948	100. 00			

根据前述的相关系数矩阵，可以进一步根据其特征值得到3个主成分的载荷矩阵如表5-6所示。

表5-6 3个主成分的载荷矩阵

指标	主成分		
	1	2	3
GDP	0. 796	－0. 405	0. 231
Nasdaq	0. 422	0. 789	－0. 071
SSE	0. 799	0. 060	0. 066
HIS	0. 903	0. 271	0. 096
Vintage	0. 864	－0. 113	0. 226
Size	－0. 369	0. 158	0. 688
Ticket	－0. 358	0. 178	0. 731
Currency	－0. 155	0. 539	－0. 174

根据上表中主成分的载荷矩阵得出各自主成分的载荷向量，再与各自主成分特征值算数平方根相除，可得到3个相应的主成分函数表达式如式所示。根据该表达式可以将9个指标线性变换成为3个主成分，

包含宏观市场层面和基金本身设计层面的解释变量，再利用基金层面的回报倍数为被解释变量，与3个主成分进行回归。

$$\begin{cases} X_1 = 0.4380GDP + 0.2322Nasdaq + 0.4399SHSE + 0.4973HSI + \\ 0.4754Size - 0.2029\text{Vintage} - 0.1972Ticket - 0.0852Currency \\ X_2 = -0.3659GDP + 0.7130Nasdaq + 0.0544SHSE + 0.2451HSI - \\ 0.1026Size + 0.1429\text{Vintage} + 0.1614Ticket + 0.4873Currency \\ X_3 = 0.2147GDP - 0.0662Nasdaq + 0.0615SHSE + 0.0888HSI + \\ 0.2097Size + 0.6386\text{Vintage} + 0.6784Ticket - 0.1612Currency \end{cases}$$

3.主成分回归方程的估计

在提取主成分后，对3个主成分进行多元回归分析，可以得到如表5-7所示的结果。

表5-7 风险投资基金管理人业绩的多元回归结果

	非标准化系数		标准化系数	T统计量	P值	共线性诊断	
	系数	标准差	系数			容忍度	VIF
常数项	2.573	0.219		11.761	0.000		
主成分1	0.456	0.121	0.432	3.759	0.000	1.000	1.000
主成分2	-0.309	0.199	-0.178	-2.548	0.027	1.000	1.000
主成分3	0.033	0.205	0.118	2.159	0.044	1.000	1.000

由回归结果来看，模型的多重共线性问题得到解决，3个主成分P值均小于0.05，从调整后的R方来看，模型整体显著。故可以得到基金

的总投资回报倍数关于主成分的回归方程为如式所示。

$$FTVPI_i = 2.573 + 0.456X_1 - 0.309X_2 + 0.033X_3$$

带入主成分的表达式（5-2）中，可以得到基金的总投资回报倍数的回归方程为如式所示。

$$FTVPI_i = C + 0.3836GDP_i + 0.1924Nasdaq_i + 0.2041SHSE_i + 0.1803HSI_i - 0.1681Size_i + 0.3177\mathrm{Vintage}_i + 0.0841Ticket_i - 0.2426Currency_i + \varepsilon_i$$

从最后的回归系数可以发现，基金层面的回报倍数与宏观经济及资本市场的波动呈正相关关系。其中，GDP的正向推动最为明显。资本市场的表现里，A股的影响最大，系数达到0.2041。另一方面，从基金自身的设计来看，基金的成立时长影响较大，系数达0.3177，这主要是因为基金的存续期较长，分为投资期、投后管理期和收获期，基金发起时间越早的基金现阶段的回报倍数越高，相应的理论解释可以从著名的“J-曲线”理论中看出。同时，基金币种的不同，回报倍数也相应有所区别，美元基金的表现比人民币较好。此外，基金规模越大，回报倍数反而降低。基金的平均单笔投资规模大小与回报倍数呈正相关，但系数很小，仅为0.0841，相关性不大。

（四）单只风险投资基金回报的影响因素

综合起来，从宏观经济和资本市场来看，经济形势越好，资本市场涨幅越大，私募股权基金的回报倍数越高，其中，A股的波动对于回报倍数的影响比美股和港股更大，可能的解释是就退出渠道而言，A股上市公司的估值比在美股和港股更高，所以更愿意在A股IPO，但同样随着宏观经济和资本形势向好，投资成本也更高。

从基金本身的设计来看，显著影响回报倍数的为存续年份，这是非常合理的，因为早期投资的基金已处于收获期，其回报倍数会大于处于投资期和投后管理期的基金。同时，基金规模越大，投资回报倍

数反而会降低，这可能是因为风险投资的规模大小无法与团队能力相匹配。此外，美元基金的表现优于人民币基金，一方面可能是因为国内管理团队的不成熟，风险投资更适合有国际视野的团队把控创新，另一方面是因为过去A股暂停开闸带来的人民币基金退出渠道问题，每笔投资的规模大小对回报影响并不十分显著。同时，结合投资的时点可以发现，处于TMT行业的公司在开始进行B、C轮的融资时，人民币基金的活跃度展现出下降的趋势。但随着中国市场的开放，未来人民币基金表现与美元基金会逐渐趋同。

三、结论

综上所述，LP的PE资产配置和投资决策犹如赛马，“赛道、骑手、马”的选择自上而下，循序渐进，缺一不可。根据以上分析，本文总结了中国风险投资市场上现有的基金管理人的分类，概览生态系统以及日益细化的风险投资基金细分市场（如图5-4和图5-5），可在LP投资决策时作为参考。

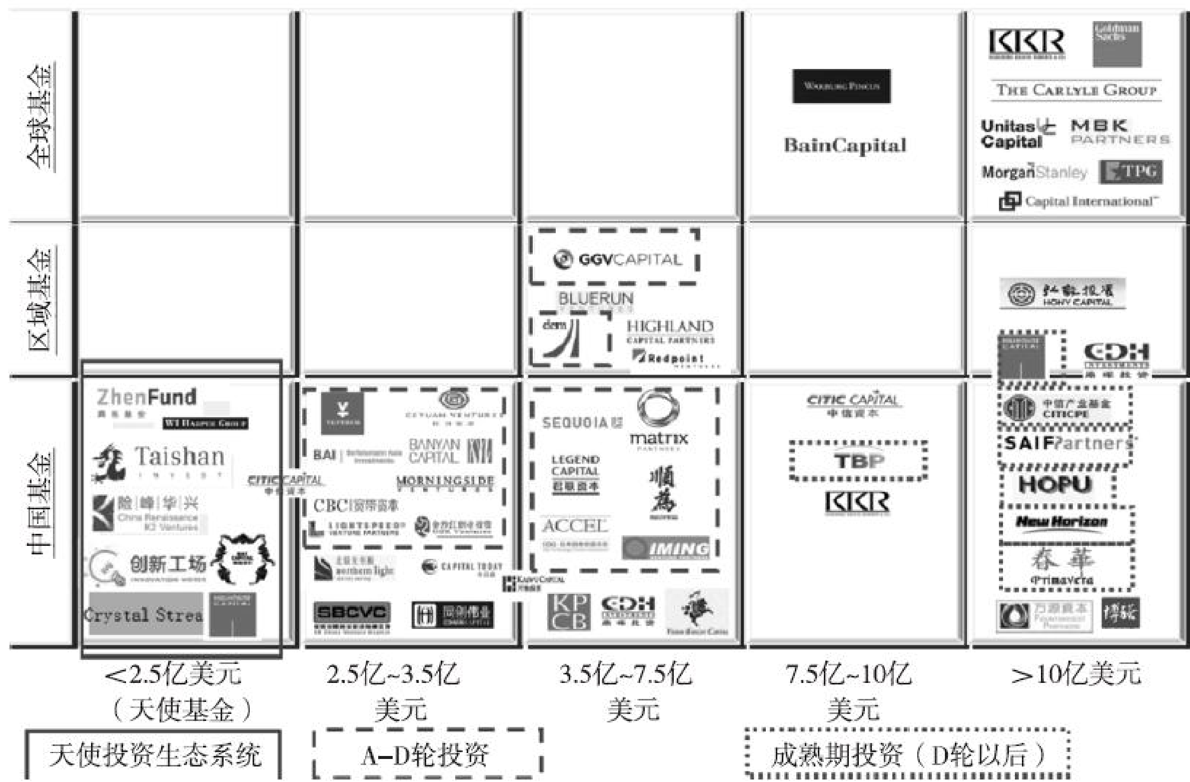

图5-4 中国风险投资基金生态系统

由于本文属于开创性地以LP视角对PE投资进行定量分析，目前相关的研究还较少，未来可以针对本文的某一个子部分进行更深入的定量和定性研究。虽然这对数据是一个较大的挑战，但相信能有更多创新性的结论值得进一步探讨。这里作者简要总结了未来可能的研究方向，供读者参考。

更新实证分析样本：可以利用更深层次的变量，进一步研究具体某种策略对回报的影响或某类基金的独特驱动因素。例如，可对医疗健康领域的并购基金投资进行专题研究。又如，可根据分散化投资策略，利用回归模型检验其投资效果和分散化程度（风险大小）。

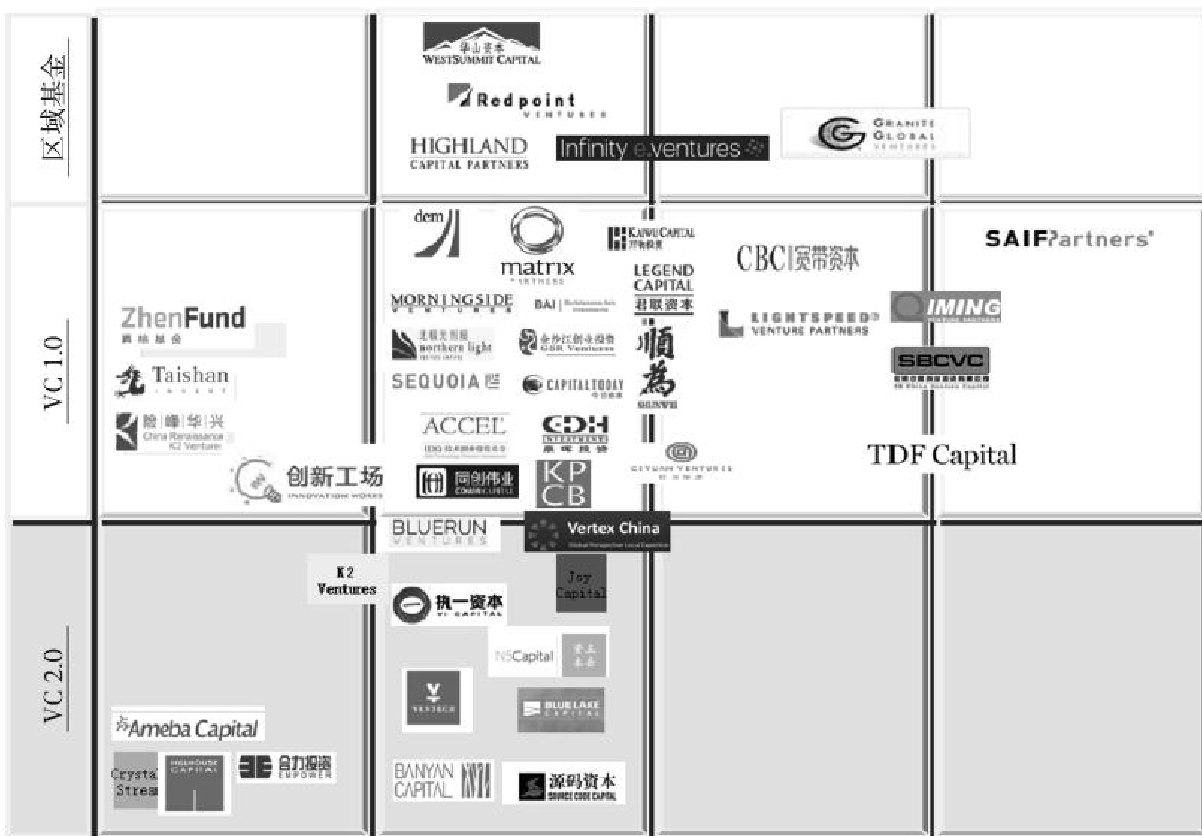

图5-5 日趋细化的中国风险投资细分市场

增减回归模型变量：本文在多元回归分析和主成分分析中列举并量化了影响投资回报的指标，并检验出了其显著性。未来的研究可进一步加深对某些指标的探讨，更全面地加入其他解释变量，更充分地增强解释性和潜在的内生性问题。同时，针对已显著的变量，可以加入稳健性分析。如针对2008年金融危机前后，分别对模型进行回归，寻找可能的断点（Chow检验）。

增加对风险的考量：虽然在资产配置研究中，本文对回报的标准差进行了考量。但在回归分析中，以投入资本总值倍数（TVPI）进行分析，对风险的衡量有限，未来的研究可加入这一层面的调整。

深入被投公司研究：本文主要在基金管理人层面和基金自身的层面进行模拟和实证分析。而投资回报的最基础层面是被投公司的表现，未来可进一步深入到公司层面考察。例如，可以在基金的被投公司层面进行蒙特卡洛模拟，以期能预测未来基金的投资回报业绩。

---

1. 这里采用GP层面的总成本回报倍数（Total Value to Paid-in Ratio）

第六章 私募股权投资二级市场交易

在过去的十几年中，私募股权二级市场经历了前所未有的大幅度增长。在一级市场的带动下，私募股权二级市场为弱流动性资产提供了流动性。由于私募投资者已经拥有越来越丰富的经验，同时外部经济环境的多变性大大提高，投资者们需要在短时间内重新评估投资组合价值并随时应对突发状况。所以，二级市场蓬勃发展为投资者们在制定投资决策时提供了更多的灵活性，并且允许新的投资者参与到私募投资领域。鉴于二级市场相对的不成熟性，目前市场上流通产品的复杂程度和范围依赖于二级市场的发展水平。

私募股权二级市场（Private Equity Secondary Market）主要是指从已经存在的LP手中购买相应的私募股权权益，也包括从GP手中购买私募股权基金中部分或所有的投资组合。其中，权益出售不仅包括已经实际出资的出资份额，还包括尚未出资的出资承诺。通常，二级市场交易是指私募基金的投资人出售某个基金或基金组合中的投资份额，也有一些二级市场交易包括将许多被投企业的股权直接出售给其他投资者。如图6-1所示，二级市场出现的意义在于满足现有投资人获得流动性的需求，为私募股权基金提供了新的退出渠道。

值得注意的是，把单独公司的权益出售给其他基金，或者将风险投资基金或并购基金支持的公司权益出售给公司的收购者，这种交易并不被认同为私募股权二级市场交易。

LP在二级市场上出售私募股权权益的原因可能来自多方面，比如需要更新投资组合、遇到财务困境、管理层变动、投资策略的改变或者监管变化。从市场层面来讲，主要有以下这些因素推动了二级市场的迅猛增长：

私募基金的收益率下降。

私募基金投资人需要重新安排投资组合并更积极地协调和私募基金管理人的关系。

私募基金投资人的流动性需求不同。

地区监管框架的变化，如沃尔克法则（Volcker Rule）、多德弗兰克法案（Dodd-Frank Act）、巴塞尔协议（Basel）、欧盟偿付能力II（Acoord Solvency II）。

来自投资者股东的压力。

管理层变化。

投资者参与并购活动。

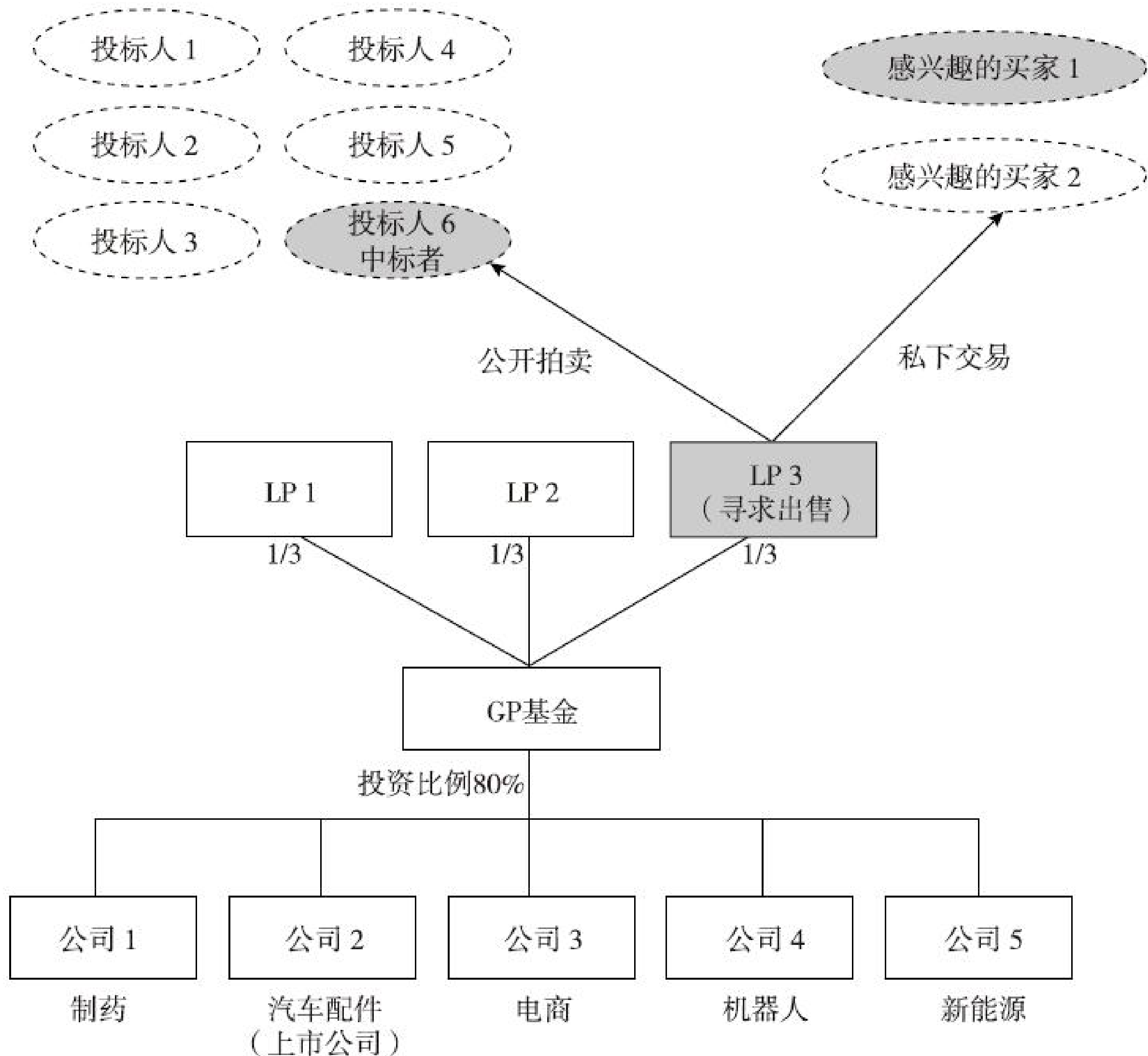

图6-1 私募股权二级市场概览

总的来说，在以上各种因素的影响和促进下，过去10年私募股权二级市场在全球范围内得到了迅猛发展。与此同时，由于流动性需求，金融危机的爆发也更深入地刺激了私募股权二级市场交易的发展，LP投资者需要更早地退出私募股权一级市场，从而增加了二级市场中交易标的的供给。此外，非传统投资者也作为买方进入了该市场。

尽管公开市场交易的资产恢复到了常规水平，私募股权一级市场也有了新的投资活动，但私募股权二级市场交易仍然会持续发展，因为LP投资者们需要重新安排其投资组合，并通过二级市场交易减少J曲线效应。目前，越来越多的金融顾问公司参与到该市场中，帮助安排和管理市场交易，大部分LP买家也都依赖于中介机构的服务。而二级市场的定价，对于LP买家和卖家来说都很重要，并且他们的定价动机和关注点也大不相同。由于可以为买家和卖家都带来最优化的结果，有管理的竞标过程在未来会更受欢迎。

第一节 二级市场交易的参与者

在私募股权二级市场交易的生态系统中，主要有4类参与者：LP买家、LP卖家、中介机构和基金管理人（GP）。每一类参与者都有自己的交易动机和目标。

一、LP卖家

二级市场的典型卖家是在并购基金、风险投资基金和其他投资类型中（如能源、房地产或信贷产品）进行投资的LP，包括养老基金、主权财富基金、银行、对冲基金、保险公司、基金会、高净值个人或家庭、母基金和其他机构的投资者。受基金流动性变化的影响，有些二级市场基金也会将早期买进的基金权益再次出售。

卖方出售私募股权基金份额的原因有很多（如获得流动性），并且目前二级市场已经成为投资者进行投资组合管理的重要工具。一般来讲，决定基金份额出售的因素包括：

基金表现欠佳或没有达到预期。

重新分配资产类别。

管理层或投资策略的变化。

监管变化。

并购活动。

值得一提的是，宏观经济条件的变化会导致资产的重新分配，进而直接影响私募股权规模。例如，公开市场中的资产价值在2009年迅速下降，而私人资产的价值（包括私募股权基金）却在提高。这导致在有些交易中一些私募股权投资承诺被出售，以重新设置投资目标。由于之前投资在私募基金中的权益收益率在下降，LP无法依靠这些收益来支持在新基金中的投资承诺。因此，此时的LP可以出售早期的投资份额，否则只能违约。

二、LP买家

二级市场中的买家通常是为了获得私募股权基金所持有的被投企业的权益，也有一部分买家是为了实现广泛而多样的投资策略。具体而言，买家的目的性不一定相同，一些买家是彻底的投机者，而一些买家是为了实现其投资策略。

近年来，二级市场的潜在买家稳步增长，但他们的从业经验、声望和投资目标的差别却很大。一方面，二级市场中的母基金或其他专业基金的主要投资目标是获得私募股权基金份额；而另一方面，二级市场中充斥着很多的“非传统”买家，例如养老基金、对冲基金、保险公司、主权财富基金、银行、高净值个人或家庭、基金会，甚至私募基金管理人等。这些“非传统”买家的主要目的是使他们的投资组合多样化。根据研究机构Preqin的数据，在全球范围内，二级市场上寻找

交易机会的投资者大约有40%是传统的买家（如母基金管理人），剩下的60%为二级市场“非传统”买家。

图6-2展示了不同类型的买家的偏好和不同的预期收益目标。可以发现，随着不同类别的LP的资产偏好不同、预期收益率不同，二级市场的交易机会也相差很大。LP机构投资者通过在二级市场中寻找并买入合适的基金，能够降低J曲线效应的影响。通过买入更加成熟的私募股权基金份额，可以减少早期管理费用的支付和投资损失。与此同时，买入二级市场已有的基金还可以使买家尽快接触各类基金管理人和被投企业。

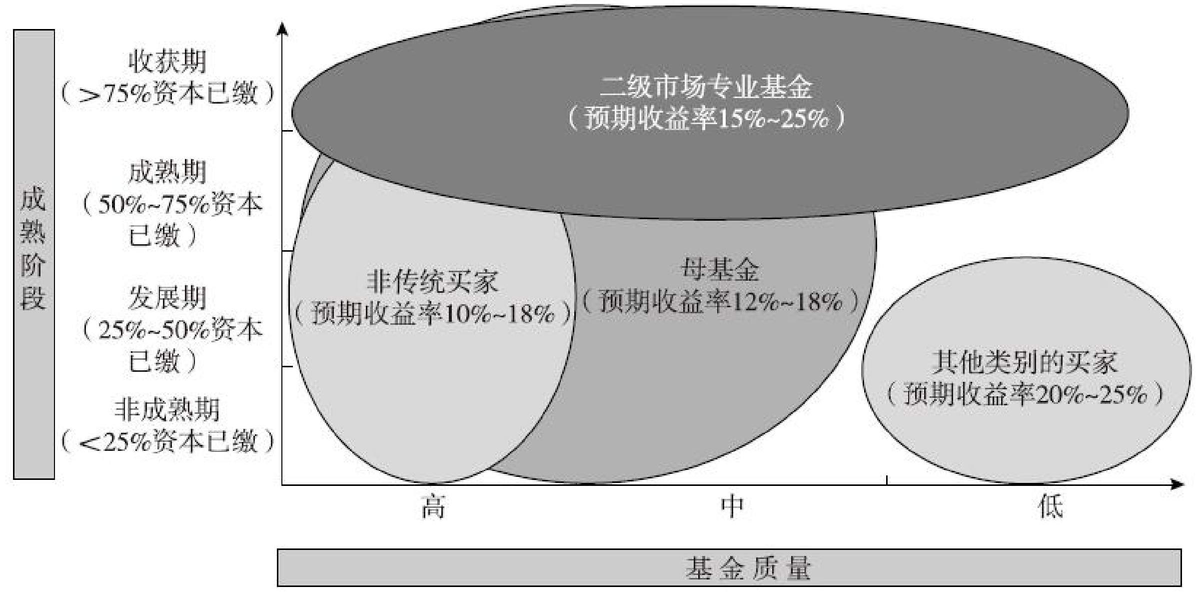

图6-2 不同类型LP买家的偏好和预期收益目标

二级市场的投资者可以最小化（甚至消除）投资于资金“盲池”的风险。由于一级市场的投资人在做出承诺时，需要将资金投资于未来的项目（但他们并不知道是什么项目），而二级市场的投资人是购买已存在资金池中的资产。因此，这些交易为基础投资提供了更高的透明性，LP投资人可以根据已确认的价值，对潜在的资产价值下跌而进行相应的风险规避操作。

三、中介机构

在过去，私募股权基金的LP为了在二级市场中出售其基金份额，只能自己动手操作。然而，由于大部分LP只掌握了有限的资源和专业知识，他们在二级市场中的管理出售过程是非常艰难的。一方面，过去二级市场交易并没有那么频繁，同时卖家也缺乏必要的市场知识和对潜在买家的了解。另一方面，二级市场的销售需要耗费大量时间和精力来联系私募基金管理人，以便收集、整理和宣传待售基金份额的信息，从而判定如何定价。

基于此，一些金融机构发现了其中的机会，开始以中介顾问的形式向卖家提供相关服务，主要包括交易定价和市场调研。它们常常帮助那些需要处理掉大量私募基金份额的卖家。从2005年开始，超过1/3的二级市场交易通过中介机构完成。全球范围内主要的顾问机构包括科真特资本（Cogent Partners）、坎贝尔鲁坦斯（Campbell Lutyens）和瑞银集团（UBS）等。此外，还有一些顾问公司主要从事销售代理业务，例如Probitas资本和Triago资本等。根据所提供的服务，中介机构通常收取交易金额1%～2%的交易费用。

二级市场的中介机构在组织和管理交易过程中发挥了重要作用。对于GP来说，由于在二级市场交易的销售过程中可能会泄露基金文件，因此保密性是私募股权基金管理人最担心的问题。中介机构提供了相应的解决办法，它们将交易过程标准化，在分享敏感信息之前，要求潜在的二级市场买方签订保密协议。此外，中介机构实现了交易管理的一致性，为保障在市场上交易的LP权益创造了更加正式和系统的运行机制，以此满足市场需要。

为了维护竞争环境并且使交易标的卖个好价钱，中介顾问需要对私募股权基金产品进行营销，这包括联系众多不同属性、规模和业务线的潜在买家。在销售初期，中介顾问会同基金管理人频繁联系，了解管理人准备出售的基金份额，同时获得管理人的同意并且确认其可

能存在的顾虑。值得注意的是，如果一份大型的组合份额准备出售，中介机构可能会将组合拆分以卖给不同买家。在将不同资产分配给不同的出价人的过程中，买家仅能获得相关基金的信息，这样能确保中介机构和投资者的敏感信息的安全性。另一方面，购买基金份额的买家常常能从中介机构提供的服务中获益，因为顾问不仅能帮助买家识别和购买符合其现有投资组合和投资策略的产品，同时还能在合理定价和谈判技巧方面提供指导信息。

根据研究机构Preqin的调研报告，超过50%的买家在购买二级市场交易标的时，会考虑雇用中介机构。调查同时指出，即使有买家为购买份额而直接联系基金管理人，中介顾问在其中也扮演了重要的联系人角色。

四、基金管理人

由于基金管理人在私募股权二级市场交易中并不发起交易，更多的是协助交易，所以基金管理人在其中的角色更像是一个“沉默者”，并且通常在以下方面间接参与交易：

控制基金的信息分享。

评估和批准潜在买家。

在出售过程的后期配合尽职调查。

完成权益所有权从卖方到买方的转移文件。

鉴于最近二级市场交易的快速增长，所有的基金管理人都更加客观、专业地对待市场中的销售。实际上，精明的基金管理人将该过程视为同投资者建立联系的好机会，并且积极同卖家或中介机构合作，试图找到比普通投资者更优秀的人选。

【扩展阅读】

私募股权二级市场的发展与演变

私募股权二级市场诞生于20世纪90年代早期的世界经济危机之后。困难的经济环境促生了众多金融机构和公司之间巨大的流动性需求，迫使它们将投资出售给私募基金。这些出售者的投资份额吸引了少量买家，因此创造出了私募股权基金或由卖家投资的公司中的投资份额的交易市场。

（一）私募股权二级市场发展历史

在早期，卖家常常出售资产来获得流动性。许多人希望可以减少他们之前承诺过的投资义务，调整在私募基金和公募基金中的出资比例，或者减少在表现欠佳的私募基金中的投资。考虑到私募基金投资的非流动性和二级市场的新生性，按价支付的交易进展得并不十分顺利，因此出售权益的净资产值遭受大幅度折价。

20世纪90年代中期以后，二级市场才实现快速增长。早期的二级市场交易被看作是“承认失败”的交易，后来这样的恶名慢慢消散。在二级市场上出售资产不再是经营困难的卖家的最后选择。市场逐渐发展成为私募股权投资者为实现长期收益最优化而调整投资组合的场所。二级市场渐渐地被认定为是投资者可以通过投资即将到期的金融产品来减少J曲线效应，因此，能在更短的时间段内获得收益。1995年以后，越来越多的资本被投入到私募股权基金中并在2000年达到顶峰，这也成就了二级市场交易的快速增长。

在20世纪90年代末，只有一小部分专业投资者作为主要的买方参与者，但到了2000年以后，开始有大量的投资人进入二级市场，包括专业投资公司组合型基金和顶尖的机构投资者，例如养老保险、基金会和母基金等。由于机构投资者的资本成本比组合基金更低，他们的加入提高了二级市场交易的定价能力。更低廉的包销费用使得新买家的竞标出价大大高于其他购买者，处于竞争优势地

位。而且，这些非传统买家开始参与新的交易，这些交易不仅包括单一的有限合伙企业，还包括大型的组合基金。

除了非传统买家的增长，二级市场专业买家的数量也伴随着资金池的不断扩大而增长。随着这种趋势的蔓延，私募基金管理人变得更加关注资金份额在二级市场的交易状况，而不再以怀疑的态度去对待二级市场交易。随着二级市场竞争的加剧，曾经形成的买方市场的状况有所改变。在交易中，卖方可以直接和买方进行协商，使市场发展到了一个新阶段，即由有资质的卖方通过金融顾问公司来管理竞卖的方式变得更为普遍。这导致了二级市场交易价格的上升，市场中充满了经验丰富的买家和新进场的卖家。

由于金融危机的发生，公开资本市场经历了大动荡并且在2008年至2009年触底，私募股权二级市场中的产品价格也随之下降，这些交易产品通常流动性低，但是杠杆率高。根据Preqin的报告，可以发现，2009年3月二级市场的出价降到了最低谷，对并购基金权益和风险投资基金权益的竞标出价只相当于它们净资产价值的50.7%和53%。更有甚者，有一些报告指出，一些投资者甚至为了将投资权益脱手而向买家支付了一笔费用。在二级市场强劲的增长势头之后，2009年的交易量减少了大约50%，市场萎缩的原因主要来自市场不确定性的增加、高额的风险溢价和资本偿付要求以及在公开市场中的风险。

2010年开始至今，随着整个债券市场的回暖，二级市场交易的价格也大幅度上升。根据Preqin的报告显示，1999～2015年，二级市场基金的净内部收益率的中位数在15%～25%之间，高于一级市场基金。伴随着私募股权二级市场发展越来越成熟，其收益也越来越向私募股权一级市场靠拢。与此同时，私募股权二级交易市场和公开市场走势也存在一定程度的相关性。

（二）私募股权二级市场发展的推动因素

在全球范围内，私募股权二级市场的发展壮大离不开LP卖方和LP买方的内在动力。

对于卖方而言，主要是基于3个原因（包括积极的投资组合管理工具、流动性需求和新调整的监管要求）使得LP有在二级市场进行交易的动机，下面将逐一详细介绍。除此之外，其他的动因还包括对当前投资的不满、战略考虑、业绩锁定、分红需要等。

积极的投资组合管理工具：随着资产配置目标的改变或者投资组合进展不符合预期，LP可能会出售过多暴露在某一特定年份、地理位置、特定行业或资产类别的头寸。此外，当没有更多可利用的资金时，出售原有投资也许是进入新的投资机会的唯一方法。

流动性需求：投资者的流动性需求会在私募股权的存续期间有所改变，在承诺投资之后，投资者也许会发现需要现金或者不能满足资本召集的要求，因此决定退出投资。

新调整的监管要求：投资者为了遵守国内或者国际的监管政策可能需要出售所持份额。例如，根据《新巴塞尔协议Ⅱ》，银行被要求提取更高的准备金来应对私募股权投资有可能发生的非预期损失，对银行来说，这意味着投资私募股权的机会成本的提高，因此，一些银行决定出售它们部分或者全部的私募股权投资。

而对于买方而言，主要有以下四方面的原因使得LP有在二级市场进行交易的动机。

价格折扣：由于私募股权市场的非公开性质，市场上通常缺乏流动性，因此，二级市场的交易一般都有价格折扣，这使得二级市场买方往往能够获得比一级市场投资者更高的收益。根据Preqin的研究，私募股权二级市场投资的平均内部收益率大约比一级市场投资高20%～30%。

加速投资回收：因为二级市场投资者在私募股权的存续期内投资，避免了前期投资的等待期，能够更快地从投资中回收投资。

投资于已知的资产组合：在私募股权二级市场上，是对现存的私募股权基金进行投资，因此买方能够知道私募股权的投资组合，并且可以更加合理地估计它的价值。

获得已有GP管理基金的投资准入权：对于已经成功的私募股权基金管理人，通常不会再接受新的LP投资者（除了之前已经投资了该GP基金的投资者以外），但通过二级市场交易LP投资者可以获得投资这些私募股权基金的准入权。

（三）中国私募股权二级市场交易现状

相对于欧美已经成熟的市场，目前中国的私募股权二级市场生态圈还处在孕育的过程中。成立于2009年的中国本土母基金（Fundmother）专门用于收购股权基金市场上投资人转让的基金份额，可以算作中国本土首只专门针对私募股权二级市场的基金，随后的盛世投资和歌斐基金也积极参与了股权基金份额转让交易。

与此同时，国内私募股权二级市场交易平台也在陆续设立。2010年11月13日，北京金融资产交易所（以下简称“北金所”）就启动了私募股权二级市场交易服务。经过一年多的实践和探索，北金所逐渐掌握了市场的内在运行规律并建立了一套适合中国私募股权市场发展特性的交易规则体系和交易服务体系。2012年6月28日，由北京金融产权交易所、北京股权投资基金协会、北京股权登记管理中心共同发起设立了“中国PE二级市场发展联盟”，联合国内28家私募股权相关机构，发布了二级市场资产交易规则——《北京金融资产交易所私募股权交易规则》，成为中国第一个专注于打造与建设私募股权基金份额及基金所投项目的交易平台。该联盟致力于完善私募股权退出渠道，逐步建立私募股权二级市场交易平台，完善联盟成员间的沟通协调机制，促进交流合作，规范私募股权基金份额及私募股权基金所投项目交易行为，保障交易双方的合法权益，在私募股权退出的各个环节为投资者提供服务。目前，国内各地股权交易中心正积极跟进，探索私募股权份额转让平台的建立，可以预见，未来百花齐放的市场将为我国私募股权份额转让带来充足的流动性支持。

与此同时，海外的私募股权二级市场服务机构（例如纽约私募交易所）也正积极进入中国本土市场，不少海外市场交易机构与基

金都已在中国香港地区设立了办事机构，为后续进入中国私募股权市场奠定基础。

从全球的发展情况来看，私募股权投资的一级市场洗牌之际，也正是二级市场交易的萌发之时。随着中国私募股权投资的不断发展，行业得到完善和整合，越来越多的LP和GP都会逐渐利用私募股权二级市场这个“中途退出”的渠道实现私募股权资产流动的目的，在二级市场上的交易机会也随之出现。

第二节 二级市场交易类型和流程

一、二级市场交易类型

（一）传统型交易

传统二级市场交易是指私募股权基金的LP将自己已经实际出资的份额，出售给新的LP投资者。通过一个双方共同协定的价格，新LP投资者继承了原投资人的资本账户总值和剩余任何还未出资的未来出资义务，如图6-3所示。从全球范围来看，传统二级市场交易占到二级市场交易总量的90%以上。

作为私募股权二级市场中最为重要的交易类型，传统二级市场交易中的核心是转让LP权益，即投资人转让其在某一只私募股权基金中的出资份额，或者其在若干个私募股权基金中的全部出资份额。转让LP权益的一个显著特点是，购买方在交易完成后将成为私募股权基金中的合伙人，其不仅享有转让方已经出资部分的权益，而且还需要承担转让方已经承诺出资但尚未实际出资的出资义务。

具体而言，传统二级市场交易包含早期二级市场和成熟期二级市场。其中，在早期二级市场中，LP卖家已出资部分占总承诺出资的比例低于50%。大多数基金将会在收购之后，再被相应的基金管理人投

资。在这个阶段，只有很少的早期项目能够显现出来。LP买家未来会有较长的持有期和较高的回报倍数预期。而对于成熟期二级市场，LP卖家已出资部分占承诺总出资额的比例将高于50%，基金已经投资了大部分的项目，在买家收购后只需要出资小部分，早期已投资项目所带来的回报能够显著提升交易的IRR。

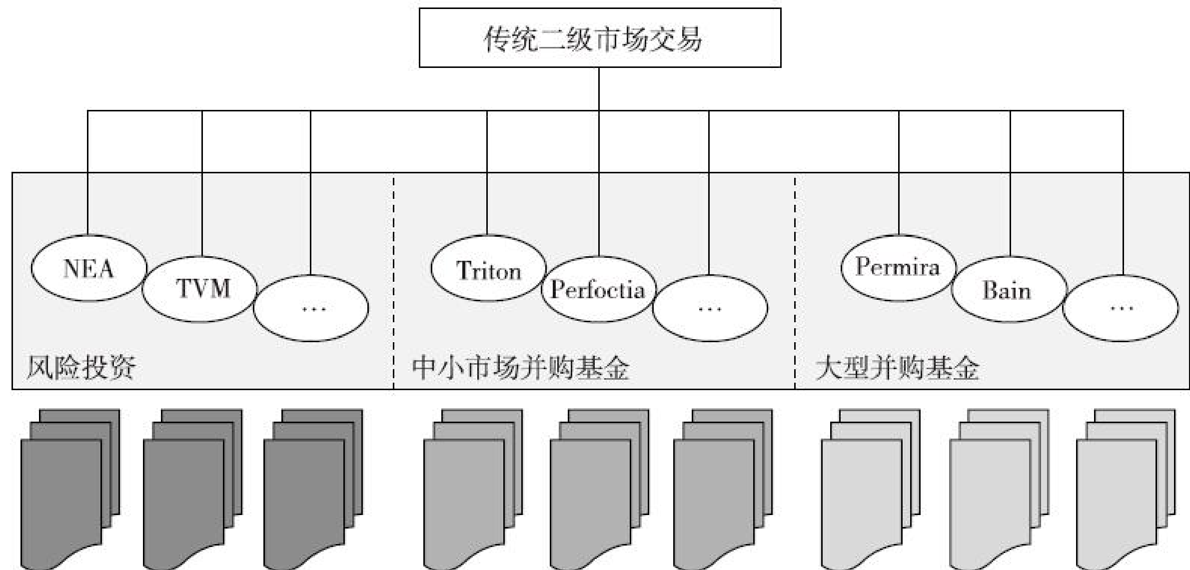

图6-3 传统二级市场交易示意

（二）紧凑型交易

有时，二级市场交易会与某个基金管理人在一级市场发起的新基金筹资相互关联，这种类型的交易经常被称为“紧凑型交易”（Stapled Secondaries），如图6-4所示。二级市场LP买家购买了现有基金投资人的出资份额，同时，该买家承诺会对该基金管理人发起的新基金的份额进行购买。

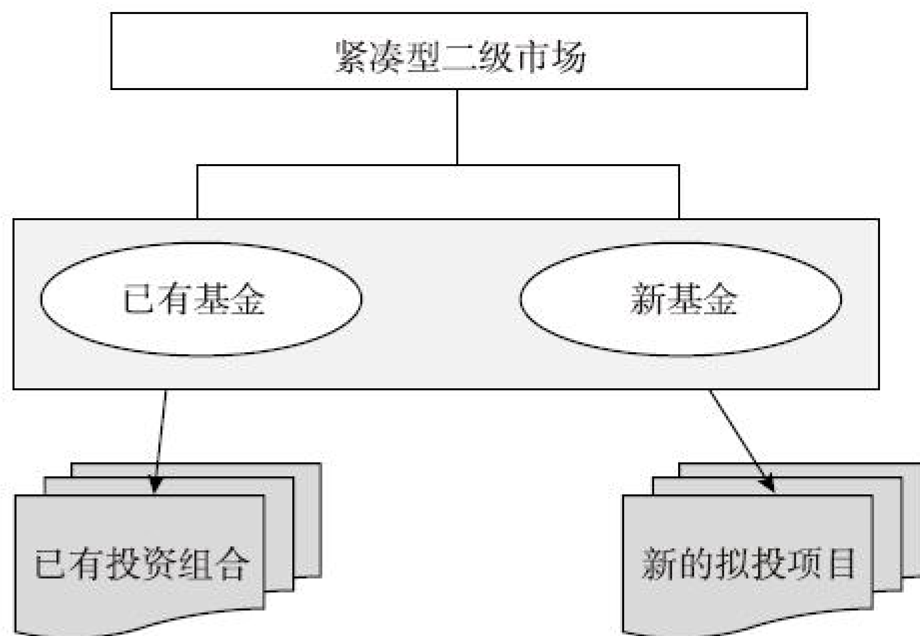

图6-4 紧凑型二级市场交易示意

对于这类交易，LP同时拥有一级市场和二级市场的专业知识是投资成功的关键。紧凑型交易的投资收益结构接近早期或成熟期二级市场，具体取决于LP买家获取的遗留资产和一级市场新的出资承诺之间相应的权重大小。

（三）直接型交易

直接型二级市场交易（Direct Sale）又称转让投资组合公司或综合二级交易，是指通过直接购买私募股权基金在被投企业的权益而建立起一种新的合伙人关系，如图6-5所示。这是一种转移投资组合公司的权益所有权的交易方式，LP买家雇用现有的或新的基金管理人管理和最终出售合伙制中的资产。对于传统的转让LP权益而言，直接型交易是直接转让被投资公司的权益，但这类交易只占二级市场交易额很小的一部分（不到10%）。

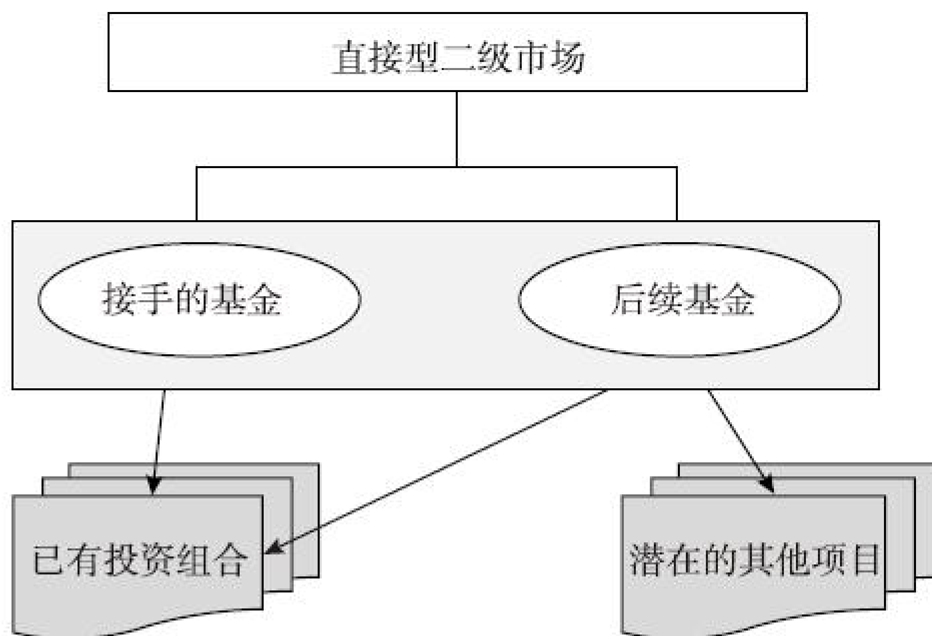

图6-5 直接型二级市场交易示意

对于传统型二级市场交易而言，LP买方购买的出资份额并不是交易的目的所在，其目的是通过购买LP卖方的出资份额，以实现获得原LP所在的私募股权基金所投企业之资本升值的利益。换言之，买方是看到了该私募股权基金所投资的企业具有增值空间，才会考虑去购买该私募股权基金中的投资人出资份额。为此，如果一只私募股权基金希望出售其所投资的某一个企业或某些企业的权益，甚至是该基金所投资的全部企业的权益，即投资组合式（Portfolio Companies）的企业权益，那么如果这些被投企业有价值，当然会有买方愿意购买这些公司层面的资产。

如果投资人选择了直接型交易，那么与传统型二级市场交易相比，LP投资人将直接享受被投企业股权升值的收益，而不必给任何第三方支付管理费或收益分成。但是，投资人因此所付出的代价是，LP买家必须具备直接管理被投企业的能力，以及能够在日后以帮助被投企业实现上市或并购等方式退出。为此，在实践操作中，在进行直接型交易时，一般有两种情况，一种是专业的私募股权二级市场基金管

理人，直接购买其他私募股权基金在被投企业的股权，然后依靠自身的专业能力予以管理。另一种是LP投资人购买了私募股权基金在被投企业的股权之后，还需要再聘请专业的基金管理人对该资产予以管理，从而应对其自身没有管理能力或不愿意进行管理的实际情况。直接型交易的收益结构与成熟期的传统二级市场相类似，通常对关键的资产具有较高的专注度和依赖性。

一般认为，第一个具有市场影响力的直接型二级市场交易案例发生在2001年，由科勤资本（Coller Capital）作为买方操作的购买朗讯科技公司（Lucent Technologies）所投资的若干企业的集合。具体而言，2001年12月，Coller Capital收购了朗讯科技公司的大部分风险投资组合，包含27家科技公司，其核心技术是由著名的贝尔实验室于20世纪80年代末和90年代初所开发的。该案例被誉为带动了日后蓬勃发展的直接型二级市场交易的著名案例。

（四）结构化交易

结构化二级市场交易是指为LP卖家的交易目标而设计的，在特定的法律框架或结构下，创建一个特殊目标机构类型的交易。例如，LP卖家可能持有部分或全部的基金份额在其资产负债表内，但是买家为了获得未来卖家的投资组合的优先收益权而同意对卖家的未来融资需求予以满足。许多卖家不愿意承受由于折价出售资产而带来的损失，但同时他们已经打算放弃一些未来有上升空间的资产以换得买家现有的资本投资承诺。

结构化的交易常常出现在经济周期结束或开始的阶段（例如，2002～2003年和2008～2009年），由于交易的特殊性，目前很难估计这种交易在总交易额中的份额。

二、二级市场交易流程

对于单独的基金或小型的组合基金，二级市场交易一般通过双边谈判完成或者只有少量的买家参与。然而，随着中介性的拍卖开始普及，大部分的大额交易和超过半数以上的二级市场交易，都是通过中介和竞标方式完成。买家在每次投标中的数量都不尽相同，但是通常数百万美元的大型交易，买方的人数都较多。如果中介参与到交易中，它们会协调管理这个交易过程。一般交易过程大体上分为3个不同的阶段：交易发起、交易安排、交易管理和执行。

（一）交易发起

在第一阶段，作为中介的金融顾问机构开始评估LP投资者状况、动机和确定交易的可行性。它们同时提供最新的市场动态和价格指导。

（二）交易安排

在交易的安排制定阶段，中介机构制定出涉及各方面最有效的交易结构（包括税收、法律、监管条件以及特殊阶段和目标）。在卖家重新调整投资组合时交易安排格外重要，因为交易安排通常由卖方引导，同时也取决于卖方的目标和需求。中介机构根据往年的数据、资产种类、地域条件和卖家偏好来判断基金管理的资质，就可以设计出一个销售组合包。

例如，某个LP卖家打算减少私募基金持有额，同时在销售中实现收益优化。然而，这家机构也许并不关心什么时候可以将交易标的销售出去。因此，交易可以被设计成该LP通过获得延期付款，得到更高的销售价格。又如，在不同情况下，某个LP打算减少私募基金持有额，但他想要维持和基金管理人的关系。此时，该LP可以只出售一小部分（如只出售总持有额的25%），这样便可以维持同基金管理人的关系，同时减少在该基金的投资份额。此外，还有一种特殊情况，某些LP打算出售基金份额，但又担心交易的整体风险自己无法处置。该

种交易可以被安排成在LP买家收到其投资金额两倍的时候，分摊部分收益给LP卖家。

正如这些例子所展示的那样，为了满足个别的交易目标，二级市场交易可以被安排成多种多样的形式。

（三）交易管理和执行

交易的管理和执行在整个交易流程中至关重要。作为中介的金融顾问机构通过创立法律文件（如购买协议、销售协议和转让协议等）来引导销售过程。这些顾问同时也对转让条件同意意见以及其他问题提供指导和支持。

中介机构通过安排拍卖来确保卖家的利益实现最大化。它们联系大量的LP买家，和卖家一同从全球的活跃买家中挑选候选人，在首轮竞拍前列明候选人，并对他们展开尽职调查。中介机构也会提供给买家相同的信息帮助他们做出评估，例如财务报表、资本账户明细表和基金业绩表现情况说明。

尽管LP买家的出价是在公开竞争的过程中被收集上来，并且所有的买家都可以从卖方代表中拿到标准化的资产信息，但买家对相同标的物的出价仍然会存在很大差别。在首轮竞标后卖家和中介机构会决定邀请哪些买家进入第二轮，中介会通知成功进入的LP买家们。由于在此阶段买家会获取更多信息，很多买家因此会改变出价。总体而言，竞标过程可能持续3～6周。

第三节 二级市场交易定价

在所有市场中，买家和卖家必须在价格上达成一致才能促成交易，这对于私募股权二级市场来说也不例外。然而，由于卖家的经验

有限并且市场缺乏透明性，买家和卖家对某项资产的估值常常存在巨大差异。LP卖家关心的是标的资产现在值多少钱，他们的估价大大参考了基金管理人给出的净资产价值，而买方LP更关心此项资产在未来值多少钱。

一、LP买家的估价

为了确定自己愿意支付的价格，大多数LP买家会应用现金流折现（Discounted Cash Flow，DCF）法进行分析定价。DCF方法考虑了形成现金流的诸多因素：预期的退出价格、现有组合投资的退出时机、预计未来的出资要求、未来该投资所能产生的收益、私募股权基金的法律结构和买家可以从交易中获得的收益（目标收益或折价率）。

（一）已有投资组合评估

在现有的市场条件下，私募基金管理人在评估出售被投企业的权益所能带来的收益之事上，面临越来越多的压力。然而，二级市场的LP买家并不关心基金管理人给出的此种评估，因为管理人几乎不可能立马出售其投资的公司。买家更关心被投公司的未来价值，因为将来私募基金退出时所带来的部分收益将归新的LP买家所有。为了确定一个私人持有的收购公司在出售时的价值，买家必须计算公司在退出时的预期价值，而该价值通常可以用EBITDA来衡量。如果公司能够产生巨大的收益，估价就会相对直接。

对于估值的具体计算，LP买家需要考虑诸多信息，如EBITDA、净债务和净现金流等。私募股权基金的所有权也是一个必要的考量因素。此外，LP买家还必须评估基金管理人会继续持有公司股权的时间、EBITDA增长率、负债的偿付率和未来的EBITDA回报倍数。私募股权基金退出所投资公司的时间不仅需要根据基金管理人的历史持有时间来计算，还要考虑现在和未来的退出环境。

具体而言，对公司EBITDA增长率的分析，不仅需要研究公司自身历史增长率和所在行业的增长率，还应该根据退出前的预期增长来评估现在的EBITDA，从而得出在出售过程中对EBITDA的预计估值。公司的净债务在一段时间内不容易发生大的变化，然而有时公司在基金退出前有足够的多余现金来偿还债务，类似情况必须依具体情况来考虑。对于流动性而言，高债务杠杆的公司在接下来的年份会面临大量的债务偿付，LP买家必须预测这些债务是否可以获得再融资，如果可以获得，预测什么时候能获得。如果有很多公司都无法还清本金，这样它们将面临更严苛的再融资条件，这会对股本价值产生巨大的影响。预估退出的EV/EBITDA回报倍数应该从可参考公司来分析。这些参考公司的现有交易的EV/EBITDA回报倍数可以作为一个分析基准，通过计算历史的交易数据，得到回报倍数的区间范围。如果该公司不是IPO的候选公司，还应该对该回报倍数加上流动性折扣。

以上这些步骤能够在诸多假设下为LP买家提供一个预期的退出价值。但是，LP买家还要进行多次计算，假设不同的增长率、持有期、回报倍数、净债务，并结合不同概率来应用到不同的情景下进行灵敏度分析。对于高杠杆率的公司，买家也许会考虑如果该公司不能获得新融资而被迫宣告破产的情况。买家的估值假设通常是很保守的，这是因为买家在未来很有可能得到比预期退出价值更低的实际退出价值。

（二）未出资的资本价值

投资者在未来承诺出资中的法律义务，是评估基金管理人的净资产价值时须考虑的一个重要因素。依照买家对基金管理人资质和对现有投资环境的判断，未承诺的义务可能是负债，需从价值中扣减，也可能是资产从而提高价值。

评估未出资资本价值的第一步是确定实际投资的资本量以及私募股权基金的管理费用，这可以通过各基金生命周期的历史数据进行判

断，并结合当前的宏观环境来预测将来的出资额度。

接下来的一步是预测这些资本会产生多少价值，LP买家可能会假设预计的出资要求来计算回报倍数或内部收益率，这可以依据基金管理人的资质和历史收益来估算。如果基金管理人资质高，则未满足的出资要求未来会增加资本的价值，因此买家会愿意为基金管理人的投资技能付出资金。然而，如果基金管理人的资质普通，LP买家会假设未来投资会遭遇损失，这显然会为购买该基金份额的价值评估带来负面影响。当投资期结束时，买家的追加资本的收益通常会低于预期，这是因为私募基金管理人只是在做普通的追加投资。这些资金常常会被用来满足被投资组合企业的运营资本或保持其流动性，因此其收益率会大大低于投资新的项目。

（三）基金结构

影响净资产价值的另一个因素是基金结构。对于LP买家而言，退出价值和未来的资本要求相关的收益分配，都会为其提供现金流。买家可以通过建立一个财务模型，把诸如管理费用、优先回报和投资回报分成等因素考虑进去。

基金管理人用于计算投资回报分成的方法会大大影响二级市场交易的价格。在某些情况下，基金管理人可能会计提投资回报分成，但并没有将回报分发下去。如果计提的分成还没有从LP的资本账户中扣减，那么基金的名义价格会大大降低。

（四）折现的预期净现金流

当买家将基金结构考虑进去后，剩下的因素便是买家的预期收益率，也就是预期现金流的折现率。由于基金类型的不同和现有市场状况的差异，不同基金的预期收益会大不相同。在其他条件都相同的情况下，夹层基金的预期收益率会低于并购基金，并购基金的预期收益率会低于风险投资基金。LP买家有时更愿意使用回报倍数而不是预期

收益率来衡量，这在快到期的基金交易中尤其明显，因为这些买家使用预期回报倍数可以确保在短时间的投资内获得足够的现金流收益。

（五）其他因素

其他影响LP买家是否愿意支付溢价或折价的因素包括供给和需求、资金池的风险和基金管理人的声誉。例如，在2007～2008年的全球市场上，一些LP投资者出售了大量的大型并购基金的份额，但由于供给量过大，LP买家不会太积极地出价，因为他们可以等待新的基金份额入场交易。此外，这些买家也可能已经购入了大量份额，并且达到了分散投资的最高界限。私募股权二级市场交易与其他市场一样，大规模的投资者在同一市场上出售相同的商品会导致交易价格的下降。

从历史经验来看，私募股权二级市场的买家更喜欢可见性高的交易。虽然越来越多的LP卖家试图出售那些已出资比例很低（如10%）、未出资承诺很高的投资份额，但买家不会对这些资产进行投标，这是因为这些资金池的风险和投资性质同私募股权一级市场大体相同。那些竞标的LP买家也常常对未出资的资产加入很高的风险溢价，甚至是将未出资资产看成负债，从而不对现有的净资产值做任何支付，部分买家还要求卖家对这部分负债支付一定金额。在全球市场上的实践中，未出资的头寸会被乘以一个很大的折价率。

值得一提的是，对于部分被优秀基金管理人管理的风险投资基金，有些时候该基金的预计价值会被附加上一个额外值。这是因为一些LP投资人愿意支付“入门费”以换得和这些管理人共同投资的机会，尤其是那些从未跟他们合作过的投资者。通过在二级市场中购买基金份额，LP投资人希望被邀请到该基金管理人未来的投资基金中，而未来投资承诺的价值则被添加到二级市场资产的价格中。不过这种机会通常非常少，除非卖家打算单方面撤出资金或撤出该投资领域。

二、LP卖家的估价

LP卖家对二级市场交易估值的方法同买家大不相同。买家主要关心基于支付的价格是否可以获得预期收益，而卖家则主要关心买家的评估是否基于管理者所提供的基金净资产价值。尤其是当买家出价是在基金最新公布的净资产价值上乘以折价率时，这种现象更为明显。

很少有卖家能够像买家那样去完整全面地估值，并且卖家会比买家应用更大胆的假设。这是由于卖家对标的资产更为熟悉，同时卖家已经和基金管理人有过大量接触并且熟悉被投公司的发展前景，因此对估值指标的假设不像买家那么谨慎。与此同时，LP卖家也可能是该基金投资项目的推荐人，因此对投资前景拥有更积极的评价。

另一个在买卖双方估值中的主要区别是折价率的使用。和买家相类似，LP卖家也有一个预期回报率，但它通常低于买家的目标回报率，这也推高了卖家的估值。如果卖方因流动性需要而出售资产，则预期的资产收益率的相关性就不会太大，而折价率也会根据流动性问题的大小而成比例地增长。如果卖家出售的原因是重新安排资本以获得更高的预期收益，那么折价率也会随着重新安排资本的预期收益率一起提高。

专题研究 中国私募股权二级市场发展的机遇和挑战

伴随着人民币私募股权基金的发展，LP短缺的问题日渐突出。从某种意义上来说，中国市场不缺流动性，但缺乏成为LP的资金。近年来，私募股权投资行业开始调整，使得投资、募资等规模都显著下降。因当前中国宏观经济环境景气度下降，昔日私募股权投资行业的疯狂时代已慢慢远去，“寒冬论”和“洗牌轮”甚嚣尘上，平均回报也有

所下降，新设基金更是募资艰难，各大机构在投、融、管、退的全产业链式的紧缩中感受着阵阵寒意。

一、中国私募股权二级市场的发展机遇

（一）中国本土非专业LP的发展困境

以民营企业家和个人投资者为主的碎片式的中国LP群体，成为数年前“全民PE”狂潮的最大推动者。而如今，由于缺乏专业性，这一群体却也成了中国私募股权萧条期最大的不稳定因素。中国有很多基金管理人缺乏长线价值投资眼光，热衷Pre-IPO，“赚快钱”的投机氛围浓重，造成行业波动性加剧。在这个过程中，GP似乎成了千夫所指，却很少有人习惯性地议论LP群体的不成熟对GP投资策略的巨大扭曲性引导。

在全国社保基金、保险公司等成熟的机构投资者缺失的情况下，一些“唯利是图”的个人投资者充斥于LP群体间，充满“赚一票就走”的短线投机特色。众多“热钱式LP”，也成了近几年中国私募股权行业起伏动荡的间接制造者。当前的“募资难”问题，当然与行业环境不景气有很大关系，但“快进快出”充满投机性的LP群体也难辞其咎。针对目前中国本土由实体企业和高净值个人组成的非专业LP所带来的诸多问题，本书将在第八章专题“中国非专业LP投资私募股权的困境”中进行详细阐述。

（二）LP“断供”危机催生二级市场业务

在目前市场紧缩环境下，一些私募股权基金正面临越来越多的LP“断供”危机。特别地，一些个人LP出资者因为各种原因，违背了曾经的出资承诺，在自身遭受违约惩罚的同时，也给基金管理人募资进程带来巨大影响。GP一旦遭遇LP违约“断供”，只能寄希望于找到原来LP的接盘者。基于此，关于私募股权二级市场的操作模式，在中国私募股权投资“寒冬”环境中，热度开始逐渐升温。

事实上，正如本章此前的阐述，私募股权二级市场业务在国外的发展已经相当成熟。无论是专门的私募股权二级市场投资公司，还是大型金融机构，都有相当成功的最佳实践。

例如，知名投资公司列克星敦投资公司（Lexington Partners）就已经有非常成熟的业务体系，该公司经常从国际知名的私募股权基金中收购LP的投资组合，中国投资有限责任公司（简称“中投公司”）就曾与其发生过业务往来。2010年，中投公司向列克星敦投资公司、高盛和磐石基金等管理的特殊账户进行了投资，以求在海外布局私募股权资产。

作为调节私募股权一级市场的重要平台，私募股权二级市场能够很好地解决私募股权投资流动性差的核心问题。正如本章第一、二节的分析，对于卖方LP，私募股权二级市场可以提前变现基金投资收益和缓解资金压力；而对于买方LP，则可以积极进行资产配置调整优化资产结构，同时挖掘未来基金收益机会。尤其对于“快进快出”风格明显的中国私募股权市场，私募股权二级市场交易的存在，可以很好地解决基金流动性的困境，一定程度上化解“热钱式LP”对于退出周期长的过分担忧，能够极大缓解私募股权一级市场的募资难题。这对于目前处于募资寒冬的私募股权和风险投资市场，意义尤显重大。

二、中国私募股权二级市场发展特点和挑战

私募股权二级市场投资透明度较高，减小了不确定性带来的风险。此外，由于投资项目更明确，投资组合能更有效分散和组合，加上有折价获得投资机会的可能性，从而达成优化投资组合提高收益的目的。与此同时，相比于普通私募股权基金，投资私募股权二级市场的基金能够以相对更短的时间实现退出，显著改善中国私募股权投资市场的流动性。

当然，作为新生事物，私募股权二级市场的发展也面临诸多问题。当前国内私募股权二级市场呈现买方市场特征，卖方多以散户为主，鲜有机构投资者的身影，份额规模小且分散。此外，在市场参与过程中出现操作性困难，主要是指转受让价格评估、工商变更登记以及税收方面经验较少。另一方面，私募股权二级市场交易平台的稀缺也是一个原因。具体而言，中国私募股权二级市场发展现状特点以及未来面临的挑战可以总结如下。

（一）市场起步晚发展快

中国本土私募股权市场起步较晚，2006年以来进入了快速发展阶段，本土私募股权市场在基金机构数量和资金总量方面迅速增长，行业规模得以快速扩大。私募股权基金流动性需求的积聚，为私募股权二级市场的发展奠定了基础。

伴随着私募股权基金募资市场的蓬勃发展，LP对于流动性的需求愈发迫切，然而由于上市退出渠道有限，私募股权基金价值发现的功能尚未充分体现，开辟二级市场交易渠道迫在眉睫。目前，欧美市场中私募股权二级市场份额交易平均已达到当年募资总额的10%左右。按此比例，中国私募股权份额转让的年均需求超过200亿元，算上存量部分，有超过600亿元的潜在交易容量。

目前，中国私募股权二级市场生态圈正在孕育。成立于2009年的中国基母投资基金Fundmother，专注于收购股权基金市场上投资人转让的基金份额，是中国首只专门针对私募股权二级市场的基金。其后，盛世投资和歌斐基金也参与了私募股权基金份额转让交易。

（二）交易平台陆续建立

私募股权二级市场交易平台正在陆续设立。2010年，北京金融资产交易所（以下简称“北金所”）发布了《北京金融资产交易所私募股权交易规则》，正式启动私募股权基金二级市场交易，北金所也由此

成为国内第一个可以进行私募股权二级市场交易的平台。目前，中国国内各地股权交易中心正积极跟进，探索私募股权份额转让平台的建立。可以预见，未来百花齐放的市场将为中国私募股权二级份额转让带来充足的流动性支持。

与此同时，包括纽约私募交易所在内的海外私募股权二级市场服务机构也在为进入中国内地私募股权市场积极准备，不少海外交易市场机构与基金已在中国香港地区设立了办事机构。

（三）培育发展中介机构

培育专业的私募股权二级市场中介机构和发展中介服务，是市场快速发展的先决条件，也是提高中国私募股权市场竞争力的重要手段。由于保密性、私募性和复杂性等原因，私募股权二级市场的交易需要中介机构的参与，以促进交易完成，而优秀的中介机构是私募股权二级市场成功建立和发展的前提和保证。中国发展私募股权二级市场，应该大力培育一批在市场状况、买方信息、交易模式、估值建模、交易流程等方面拥有丰富知识和经验的中介机构担任金融或法律顾问。

专门的二级市场交易平台能够提高份额交易的便利性和流动性，从而推动整个市场的发展。因此，尽快建立推出覆盖全国的私募股权交易平台，是加快中国私募股权二级市场发展的重要手段。此外，交易平台在中介机构、交易模式、交易流程等方面都会制定规范性的制度，也有利于整个二级市场的规范发展。实现与发达国家私募股权二级市场的接轨，在制度建设、监督管理、交易模式和保护投资人利益等方面既要借鉴国外先进经验，又要突出中国特色，立足私募股权二级市场和中国资本市场的长远建设和发展。

国内私募股权二级市场的设立将为私募股权份额流通提供公开、有效的平台，进一步丰富私募股权投资人的份额退出渠道，并满足其

流动性需求，促进我国私募股权二级市场份额交易的良性发展。

（四）二级市场估值不规范

受到中国宏观经济、IPO市场以及中国概念股在美国碰到的一些困难因素的影响，国内私募股权基金同样面临退出困难的情况，而目前来看，私募股权二级市场的发展还有很大缺陷。

随着私募股权行业的逐步整合，成熟的二级市场的确是市场所需求的，但从目前来看可能还是有一定的难度。其中有一个很大的原因是，二级市场估值缺乏规范性。很多项目没退出，但是估值已经是3～5倍。这方面的市场估值需要更多的透明，只有达到一定的透明程度，二级市场才能够发展起来。

由于中国本土的LP有一大部分为较小的投资者，而在成熟二级市场上，一般而言都是整合打包来转让，这也造成二级市场发展存在难度，目前国内的私募股权二级市场发展还处于初期。

（五）未来LP的多元化、专业化和规范化

事实上，早在2010年11月13日，北京金融资产交易所就已经发布《北京金融资产交易所私募股权交易规则》，正式启动私募股权基金的二级市场交易，成为国内第一家从事私募股权交易的二级市场平台。建银国际、汉能投资、华兴资本、国信招标、温州民间资本投资服务中心、华金国投、九次方财富资讯、大成律师事务所等业内知名机构成为首批会员。而就在近日，北京金融资产交易所又联合北京产权交易所、北京股权投资基金协会、北京股权登记管理中心等政府机构共同发起成立了中国首个全国性私募股权二级市场。

未来，私募股权基金市场的发展将围绕行业策略多元化、投资人专业化、投资人关系规范化等特征展开。整个LP市场将越来越成熟，对股权基金投资人LP的权益保护及规范政策将会越发完善，其他诸如

大资管等政策亦将更加丰富国内LP市场。同时，国内合格机构投资者的比重也将不断增加，其投资经验更加丰富，专业性更加完善。除此以外，商业银行针对股权基金LP正逐步推出各项金融服务，根据股权基金投资者的具体需求，为LP提供专业周到的配套咨询顾问服务，帮助股权基金LP走向成熟。自从2013年证监会推出了新股发行制度、注册制改革的意见以及重启IPO后，改革将逐步降低IPO门槛，消除过高的发行溢价，后期项目的投资收益将随之回落。

第三篇 LP的投资实践：揭秘全球顶尖LP的投资逻辑

第七章 海外成熟LP的私募股权投资实践

由于经历了长时间的发展和多个经济周期，海外成熟的机构LP在基金的管理上具有丰富的经验，同时凭借系统化、科学化的配置，其所投基金非常稳定且合规。截至2015年，全球前100强的另类投资管理公司管理的资产规模总额已经达到了3.7万亿美元，相比2014年增加2000亿美元。其中，养老基金在前100项另类投资管理公司资产中占33%，其他LP的主要类别还包括财富管理公司（19%）、保险公司（8%）、主权财富基金（5%）、银行（4%），母基金（3%）以及捐赠与基金会（2%）。

相比而言，中国本土LP由于发展时间短，在操作上更加灵活，对回报更加看重，但经验也显得不足。所以，了解外海机构LP的投资实践模式，不仅可以学习其如何系统地进行资产配置，也有利于国内GP在募集资金时更好地与海外机构LP对接。

本章将围绕养老基金、大学捐赠基金、母基金和家族办公室等LP主体，结合全球范围内的顶尖成熟LP的投资案例和实践数据来解析其投资逻辑。

第一节 养老基金

养老基金（Pension Fund）是一种用于支付退休收入的基金，是社会保障基金的一部分。养老基金通过发行基金股份或受益凭证，募集社会上的养老保险资金，委托专业基金管理机构用于产业投资、证券投资或其他项目的投资，以实现保值增值的目的。

一、历史沿革

以美国为例，其居民养老的资金主要来源于个人参加的养老计划。1980年以前，美国居民储蓄承担了养老的重要角色。自20世纪80年代后，居民储蓄率不断降低。政府为鼓励居民储蓄养老，通过了一系列诸如暂时免税等的法案，来帮助推广养老储备的理念。居民养老储备基金在总资产中的比例迅速上升，在20世纪90年代末达到顶峰。发展到目前，养老基金已成为美国股票市场上最主要、最稳定的资金来源。据美联储统计，美国养老基金规模相当于美国交易所市值的85%左右。受益于其庞大的规模，它可以在相当程度上保证资金不断、定期地注入美国证券市场，为美国证券市场提供了强有力的稳定机制。

从养老计划类别看，美国居民养老计划主要分4种：固定缴款计划（DC，Defined-Contribution，包括401K）、固定收益计划（DB，Defined-Benefit）、政府养老金计划和个人储蓄养老计划（IRA）。其中，最常见的是DC计划下的401K及IRA。DB和DC产品最主要的区别在于：DB是由发起人承担与所承诺的退休金相关的风险，员工取得的养老金与基金收益无关；而在DC计划中，受益人承担投资风险，其所能领取的养老金金额取决于退休账户余额。

根据美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，简称SEC）发布的《美国私募基金统计报告2014》中的数据显示：美国养老金在私募股权基金中持有份额为33.5%，为最大的LP。其中，美国州或市一级的退休基金在私募股权基金中的持有份额为23.6%，其他养老基金为9.9%。

二、发展特点

根据韬睿惠悦咨询公司（Towers Watson）和美国投资专刊《养老金与投资》（Pensions & Investments）发布的2015年全球300强养老

基金排行榜，可以发现全球300强养老基金总额自2008年以来首次滑落，共跌3%至14.8万亿美元，而2008~2015年的累积增幅则近19%。但是，亚太区的养老基金资产总额增加约1%。图7-1展示了2015年全球的前十大养老基金及其规模排名。从区域来看，北美的五年复合增长率最高，达6%，高于欧洲的4%和亚太区的1%。对于该300强榜单，2011~2015年5年有27只新基金入榜，其中美国最多，共计10只，其次是英国、韩国、澳大利亚和法国。而墨西哥的养老基金净亏损最大，其次是瑞士、德国和日本。从资产总额来看，美国占全球300强养老基金资产总额的38%，其次是日本占12%，而荷兰占比约6%。特别地，2015年30个亚太区主权财富基金和政府养老基金的总资产达3.4万亿美元，占全球300强养老基金资产总额的23%。

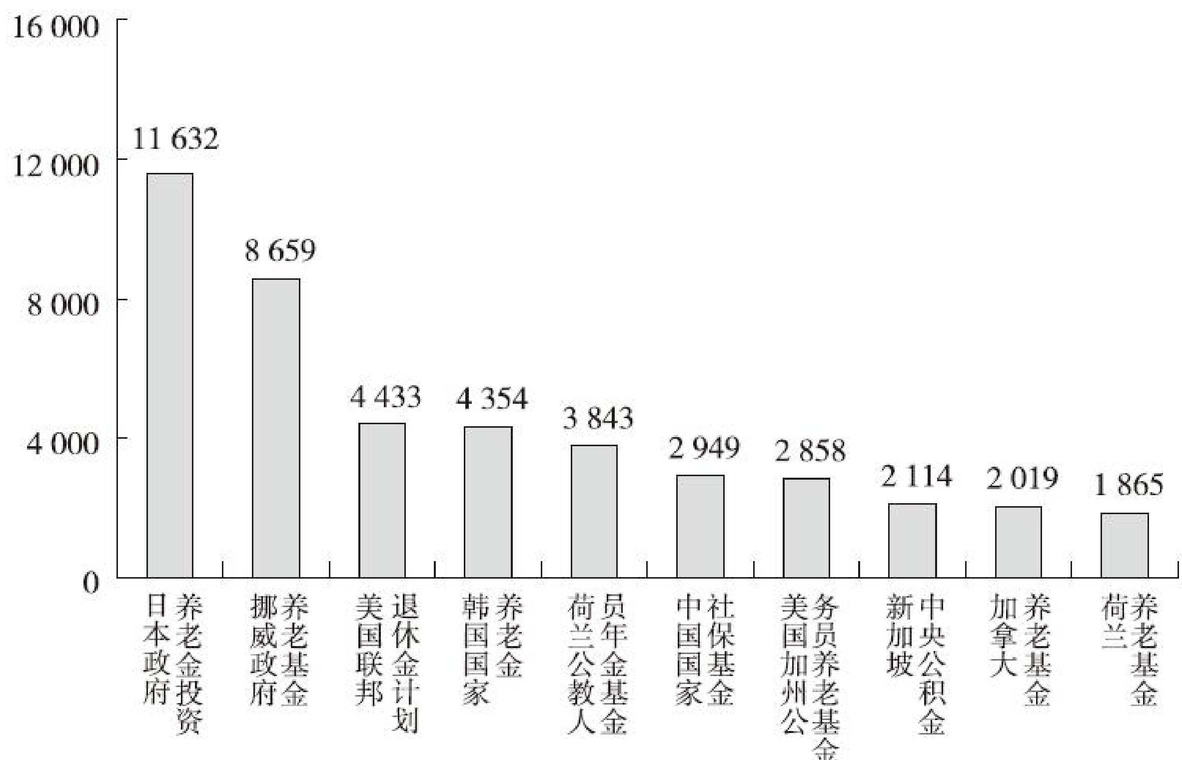

图7-1 2015年全球前十大养老基金

在资产配置方面，在300强养老基金中，前20的资产配置简单平均值为：42.7%配置股权、40.6%配置债券、16.7%配置另类资产及现金，如图7-2所示。

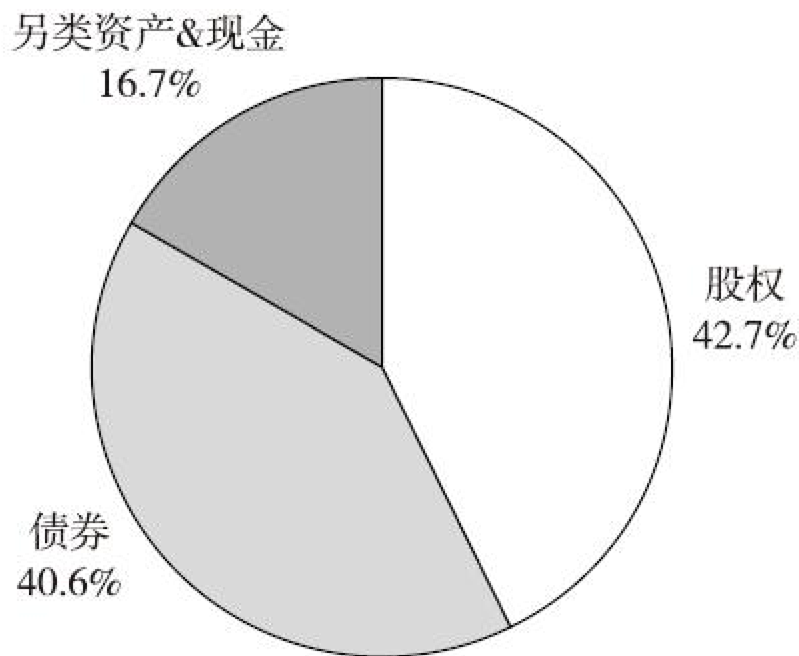

图7-2 前20养老基金资产配置状况

【扩展阅读】

加州公务员退休基金（CalPERS）

加州公务员退休基金（CalPERS）成立于1932年，是美国最大的公共养老基金。CalPERS总部设立在萨克拉门托，为超过180万名群众以及3093所学校以及员工提供退休与健康福利服务。

根据2015财年报告，其管理的公共退休金资产价值已超过3019亿美元，比上财年增长1%。在CalPERS的投资组合中，在加州的投资共计占比9.2%达278亿美元。2015财年CalPERS的加州投资项目组合的市值上涨了8.2%，而过去20年CalPERS的年均投资收益率为8.5%。

CalPERS管理的基金主要包括两类：受托基金和自营基金。CalPERS内部成立投资审查委员会（Investment Review Committee，IRC），每周举行一次会议，负责PE项目的审核。IRC由跨资产类别的8位专业人士组成，包括负责PE投资部门的董事总

经理和执行董事、负责不动产投资的董事总经理和投资经理、固定收益部门的董事、资产配置部门的投资经理、风险与法务部门的投资经理和CalPERS理事会顾问。CalPERS建立一支专业化PE投资团队，专门从事PE投资。PE投资部门共有编制53人，目前实有47人，有6个职位空缺有待补充。47人中，负责投资的团队36人，负责管理团队12人。团队注重国际化和多元化，人员来自10个国家，有利于在全球范围内跟踪和选择优秀的基金经理人。负责私募股权的高级管理团队共有5人，均具有丰富的私募股权投资经验，在私募股权方面的投资经验平均在18年以上。2014~2015年度，私募股权投资团队的薪酬预算为800万美元。

在CalPERS管理的基金中，资产规模最大的为公务员退休基金（PERF）。PERF为加州公务员、学校和公共机构工作者提供退休后的福利保障。其募资来源于雇主和员工的贡献和投资收益，而投资收益在CalPERS运作中则发挥了至关重要的作用。目前它支付给退休公共雇员的退休金中，有65%来自基金的投资收益。其20年期的投资回报为7.8%，而其中20年期的私募股权投资回报为12.3%，私募股权投资有效提升了整个基金的收益，如图7-3所示。

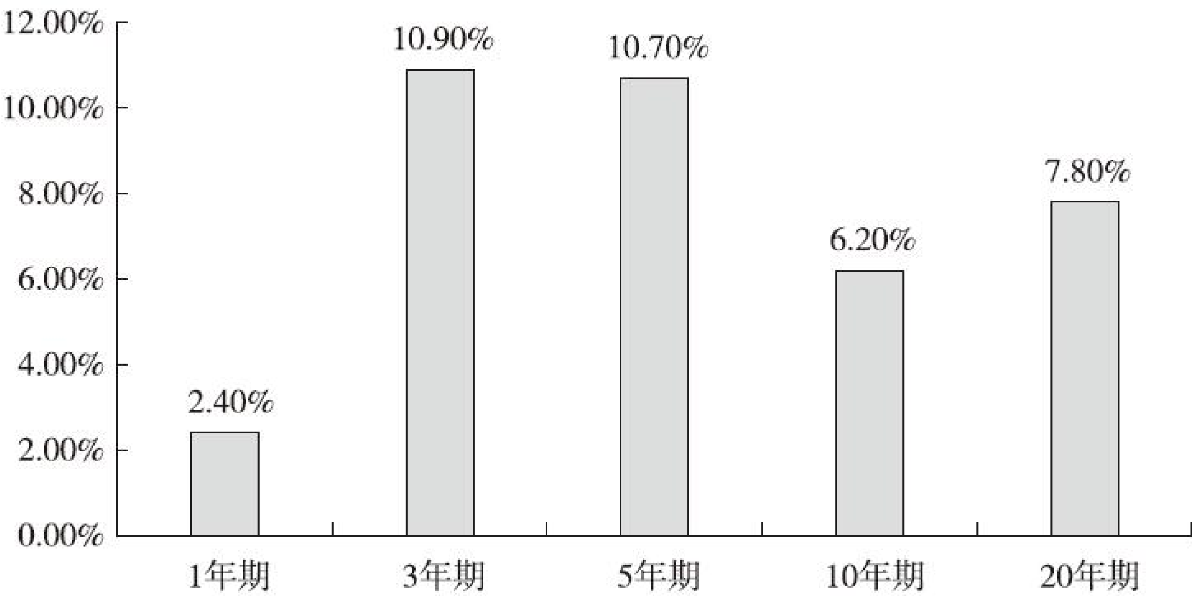

图7-3 CalPERS投资回报率

（一）PERF的资产配置策略

CalPERS管理委员会为PERF设定的基金长期预期收益率为7.5%，以满足现期和长远的支出需求。从2012年起，CalPERS管理委员会将资产负债管理（ALM）作为基金管理的重要策略。CalPERS投资办公室、精算办公室和金融办公室协力提出了一个资产与负债的综合性管理理念，使基金系统的财务风险能够更加容易被理解、传送和管理。

资产负债管理理念发轫于2012年，在2013年11月投资决策委员会讨论CalPERS的投资信条时达到高潮。这些投资信条包括："负债必须影响资产结构""战略性资产分配是考虑投资组合风险与回报的主要决定因素""CalPERS只有在有强烈的回报预期的情况下才可以承担风险""CalPERS所面临的风险是多方面的，通过跟踪错误并不能够完全将其规避"等。资产负债管理通过平衡资产和负债以实现风险控制，专注于投资、精算政策以及关键决策因素，从而在稳定雇主比率和其波动率的前提下达到最佳的资产配置。

资产负债管理这一策略力求平衡资产与负债从而达到未来基金风险水平的均衡。首期资产负债管理结束于2014年2月，CalPERS管理委员会在保持7.5%的长期预期收益率的基础上，通过适度改变资产分配组合来降低投资风险。

基于资产负债管理的过程，2014年2月资产管理委员会通过了战略性资产配置目标，于2014年7月1日生效。2014年5月，委员会通过了向战略性资产配置目标过渡的2年期目标，如表7-1和表7-2所示。

表7-1 PERF目标资产配置变化状况

资产类别	过渡期目标配置比例	新的战略性配置比例	当前配置比例	变动
全球股票	51%	47%	50%	-3%
全球固定收益	19%	19%	17%	2%
通胀敏感类资产	6%	6%	4%	2%
私募股权	10%	12%	14%	-2%
不动产	10%	11%	9%	2%
基础设施 & 林业	2%	3%	2%	1%
流动性资产	2%	2%	4%	-2%

表7-2 PERF资产收益率概况

资产类别	1 年期	3 年期	5 年期	10 年期
基金总收益	18. 4%	10. 4%	12. 5%	7. 2%
公开市场股票	24. 8%	11. 3%	15. 6%	7. 6%
私募股权	20. 0%	12. 8%	18. 7%	13. 3%
全球固定收益	8. 3%	6. 3%	9. 2%	7. 0%
不动产	13. 4%	12. 4%	0. 8%	3. 7%
流动性资产	0. 6%	1. 5%	1. 0%	2. 3%
通胀类资产	8. 3%	2. 8%	6. 2%	—
绝对收益策略	7. 1%	3. 9%	5. 6%	4. 8%

（二）CalPERS的私募股权配置

2007年当年，CalPERS在VC/PE基金中承诺出资接近80亿美元，占当时全球VC/PE基金募资总规模的2.8%，创CalPERS历史最高。受金融危机影响，2009年CalPERS在VC/PE基金中承诺出资额

跌入谷底，仅为4.5亿美元，占当时全球VC/PE基金募资总规模的0.3%，目前稳定在1%左右。根据全球私募股权排名（PEI）排名，2010~2014年5年间，CalPERS在VC/PE基金中承诺总出资额为117亿美元（不包括在房地产基金中的出资），在全球机构投资者中排名第九。

CalPERS在PE资产配置总规模为288亿美元。截至2015年9月30日，PE是排名第四大的资产配置类别，占比10.1%。10%恰好是CalPERS设定的PE资产配置目标。超过这一目标，CalPERS就需要通过PE二级市场进行转让。

在288亿美元PE资产配置策略中，并购策略配置份额最大，为169亿美元，占59%；成长型策略为49亿美元，占17%；风险投资基金策略为16亿美元，占5%，如图7-4所示。

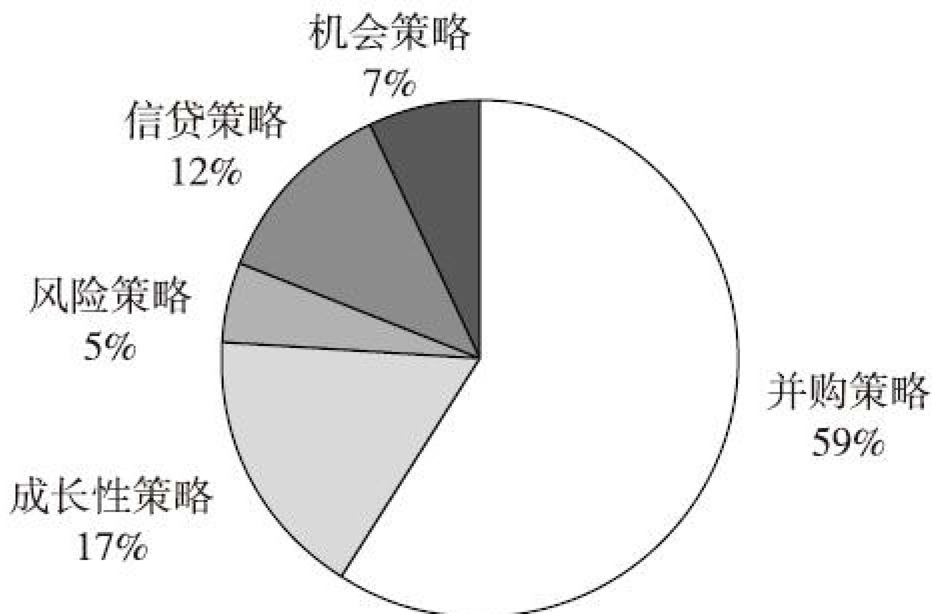

图7-4 CalPERS私募股权策略配置分布

值得注意的是，CalPERS打算在未来一段时间内，将风险投资基金部分的配置由目前的5%减少到1%以下，这表明CalPERS配置的VC基金并没有带来好的回报。

在288亿美元私募股权资产配置中，220亿美元配置到PE/VC基金，占比约76.4%；39亿美元配置到FOF基金，占比约13.9%；直接

投资和专管账户投资相对比较少，各约占5.2%和4.9%。在地域配置上，在CalPERS投资组合中，63%的投资在美国，19%在欧洲，12%在亚洲。在行业分布上，消费相关行业占比23%，信息技术占15%，金融、工业、医疗健康各占12%。

（三）CalPERS的私募股权投资回报

在CalPERS所有资产类别中，私募股权的投资净回报最高。其5年期、10年期、20年期的净回报分别达14.4%、11.9%和12.3%，均排在第一位。这充分验证了私募股权投资虽然流动性差，但能够获得长期的相关稳定并相对高的回报，从而为提升整个基金收益做出独特贡献。

在私募股权投资组合中如图7-5所示，10年期并购策略的回报达到17.7%。而10年期风险投资基金策略的回报仅为5.0%。这也说明为什么CalPERS未来要将风险投资基金策略的配置由5%降到1%以下。信贷策略表现也十分抢眼，3年期、5年期投资收益同比最好。从2011年开始，CalPERS在PE上面投资回笼资金开始超过投入资金，2013年回收净资金达到创纪录70亿美元。这表明CalPERS在PE上的投入开始进入阶段性的收获期。

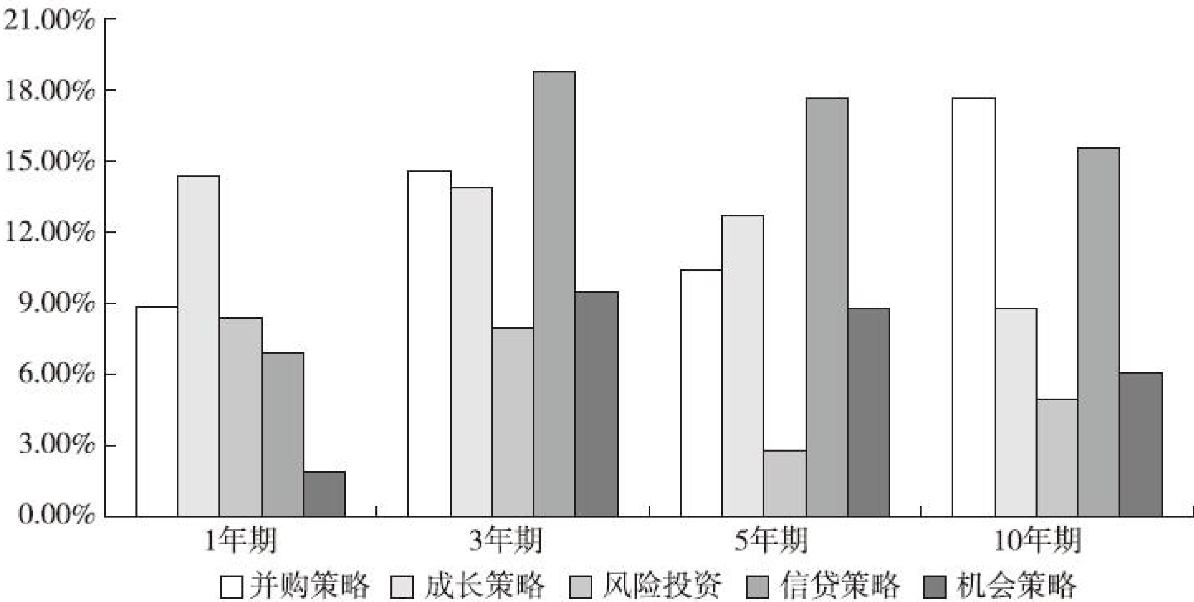

图7-5 CalPERS私募股权投资各策略回报率

CalPERS从1990年开始从事私募股权投资，在过去15年间总计投入资金293亿美元，获得净收益242亿美元。而与CalPERS合作的VC/PE基金管理人获得的分红也达到34.4亿美元。从1990年开始，CalPERS总共配置了281只各种类型的PE基金，目前还没有清算的基金为256只。私募股权投资是成本最高的资产类别。在CalPERS所有资产类别中，PE投资在20年期的净回报达12.3%，而其毛回报高达19.3%，成本高达7%。而其他资产类别除了不动产成本为2.11%，其他资产类别的成本几乎可以忽略不计。在各项费用中，CalPERS支付给VC/PE基金管理人的管理费是最大的成本支出，占全部费用的96.7%。

根据CalPERS过去25年从事PE投资的经验，可以总结为以下几点：养老金配置PE资产不但可行，而且能够多赢。这样能够促进实体经济发展、创新创业和养老金增值；长期投资（10~20年以上），能够有效提升整个养老金的投资收益；PE投资是战略性投资，故需持续进行，不能挑选年份。但要时刻保持理性，根据市场情况，把握投资节奏。PE投资收益最高也是成本最高的资产。专业化的内部团队建设和投入是成功的基础；与最优秀的基金管理人建立同盟伙伴关系、共同成长是PE策略成功的关键；在中国养老金投资政策制定中，立法者应改变单纯的风险厌恶思维；CalPERS作为LP代表和领军机构，积极参与行业协会活动，推动PE行业增加透明度和实现最佳实践。

第二节 大学捐赠基金

大学捐赠基金（Endowment Fund）是由捐赠人发起在大学内设立的，以捐赠资金或其投资收益用于大学教育事业，从而起到兴教助学作用的非营利性社会组织。

一、历史沿革

大学捐赠基金在国外已经有很长的发展历史。公元前387年，古希腊哲学家柏拉图在雅典创办了一所著名的学院。柏拉图在他去世前立遗嘱说，待他去世后用他地产上的收入资助该学院。这是人类有史以来第一笔对教育事业的捐赠，也是有史以来第一份遗赠及第一个捐赠基金。基金会的组织机构最早源于16世纪的英国，然而真正把教育基金会的发展推上巅峰时代的是美国。美国有关高等教育的捐赠历史悠久，大学成立之初，学校所需资源，主要依靠教会或私人的自愿捐赠获得。1831年，费城商人、银行家斯蒂芬·吉拉德做出了美国19世纪早期最著名最有法律影响的捐赠，将其700万美元的巨额遗产捐给这座城市，为贫穷的白人孤儿建立一所学校。

19世纪后半期，美国经济迅猛发展。创设于这个时期的乔治匹巴教育基金（1867年），曾捐资200万美元供美国南方各州促进教育的发展。特别是进入20世纪，美国曾一度出现基金热，出现了许多由大财阀和垄断组织捐资创办的基金会。最著名的是1911年成立的卡内基基金会，它赞助高等教育的力量有时甚至超过政府，如1913年卡内基基金会捐助高等教育的总金额为560万美元，而当年美国联邦政府对于高等教育的投资总额却只有500万美元。工业家洛克菲尔也捐赠60万美元成立芝加哥大学。其他如史洛恩基金会也向麻省理工学院捐赠6400万美元。

二、发展特点

发展至今，捐赠基金在美国乃至全球出现了新的趋势。社会团体和个人逐渐开始积极地捐赠或设置基金会资助教育。捐赠的手段也更加多样化，包括现金捐赠、增值证券捐赠、不动产捐赠、不动产所有权捐赠、有形资产捐赠、遗产捐赠、寿险捐赠、信托捐赠等。

对于海外尤其是美国的高校来说，捐赠基金已经发展为它们赖以生存和发展的必备条件。根据全美大学和学院商务官员协会（National Association of College and University Business Officers，简称

NACUBO）对美国835所高校的调查统计显示，截至2015年，美国高校的捐赠基金资产总额为4703亿美元，美国大学捐赠基金规模前十名如图7-6所示。本节将着重结合耶鲁捐赠基金和哈佛捐赠基金的案例进行讨论，解析其配置模式和投资逻辑。

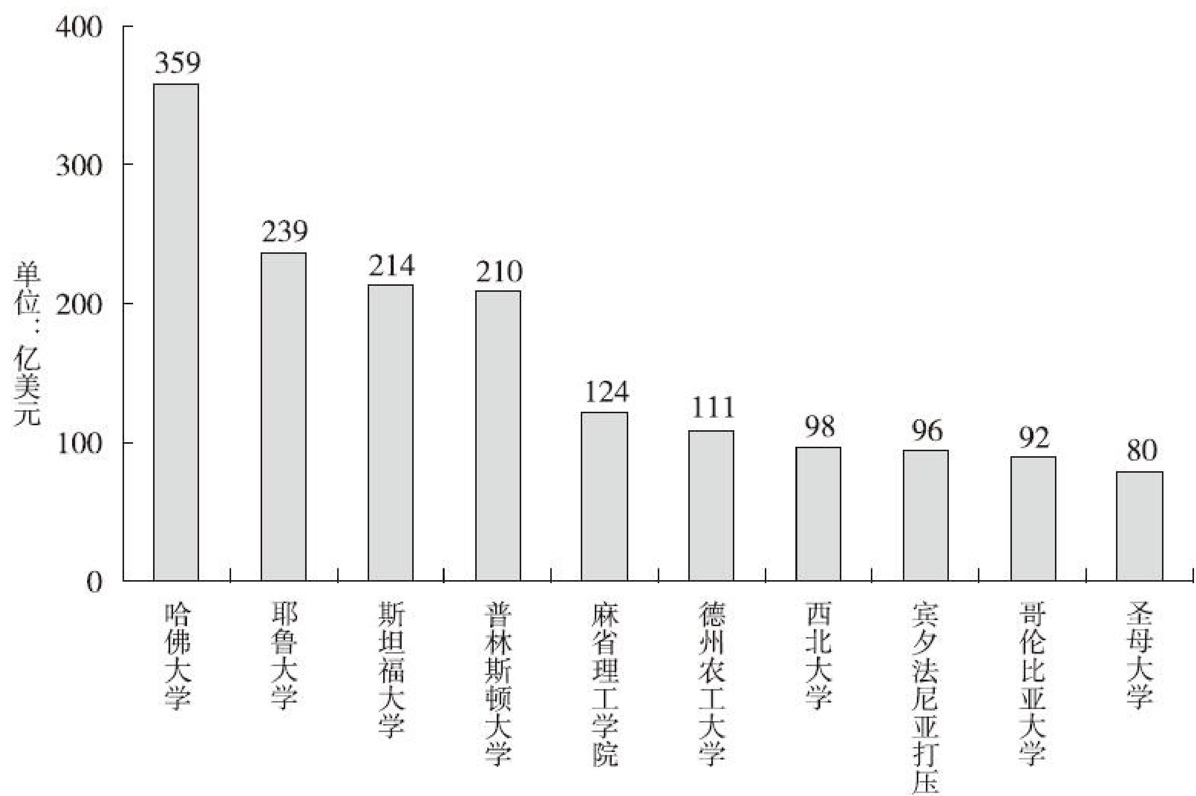

图7-6 2015年美国大学捐赠基金规模前十名

【扩展阅读1】

耶鲁捐赠基金

对于大学捐赠基金来说，大卫·F·史文森（David F.Swensen）和他创建的“耶鲁模式”可以说改变了整个捐赠基金的资产配置策略。

1970~1982年，耶鲁捐赠基金年均净收益率仅为6.5%。1985年，在史文森曾经的导师托宾和当时耶鲁大学教务主任的大力举荐下，史文森放弃薪资优厚的华尔街工作返回母校，并担任耶鲁投资

办公室（YIO）的首席投资官至今。自此，耶鲁大学捐赠基金依靠非传统的投资方式取得了卓越的投资业绩。

（一）耶鲁捐赠基金的资产配置策略

耶鲁捐赠基金2015年度报告显示，截至2015年，耶鲁捐赠基金规模为239亿美元。耶鲁大学捐赠基金在2015财年的整体回报为11.5%，投资收益共计26亿美元。在过去十年间，耶鲁大学捐赠基金的资产规模从152亿美元增长至256亿美元。其投资表现优异，年度净投资回报为10%，大幅超出了预期与机构基金指数。在过去十年中其支出从5.67亿美元增长至11亿美元，年增长率为6.7%。预计下个财年，支出将会增长至12亿美元，为预期收入的34%。

耶鲁捐赠基金利用均值方差分析和主观的市场判断来确定资产构成比例。其目标长期收益率为6.3%（扣除通胀后），标准差为15.0%。耶鲁捐赠基金七大类资产以各自对如经济增长、物价上涨或利率变化等经济条件的预期应变的差异而被区分定义，并且通过对各自风险调整后的收益与相关性在投资组合上进行加权，如表7-3所示。耶鲁捐赠基金结合了资产类别这样一种方式，依据基础的多样性与流动性限制在一定风险水平下提供更高的预期收益。2014财年，耶鲁捐赠基金的实际资产组合的预期长期收益率为6.2%，标准差为14.8%。

表7-3 耶鲁捐赠基金的资产配置类别

资产类别	2014 年实际权重	2014 年目标权重	2004 ~ 2014 年均收益率
绝对回报策略	17.4%	20.0%	9.0%
国内股票	3.9%	6.0%	12.0%
固定收益	4.9%	5.0%	3.6%
国际股票	11.5%	13.0%	18.0%
自然资源	8.2%	8.0%	16.5%
私募股权	33.0%	31.0%	15.4%
不动产	17.6%	17.0%	6.6%
现金	3.5%	0.0%	N/A

史文森在其著作《机构投资的创新之路》一书中论述了“耶鲁模式”的投资策略，主要包括3个部分：股权定位（Equity Orientation）、多样化分散（Well Diversification）和积极管理（Active Management）。耶鲁大学对通胀的脆弱性进一步引导其投资份额偏近股权性，远离固定收益性。耶鲁捐赠基金认为，另类资产由于其本身的特质往往比传统有价证券定价更低效，通过主动管理为市场低效性的利用提供了机会。耶鲁捐赠基金的长期时间跨度很适合应用流动性差、低效的市场，如风险投资基金、杠杆收购、石油天然气、木材与房地产等。因此，耶鲁捐赠基金95%的投资份额是针对投资通过增持国内外证券、绝对回报策略、房地产、自然资源和私募股权而预计产生股权偏好回报的资产。

具体从业绩表现来看，图7-7展示了耶鲁捐赠基金的投资业绩逐步靠近了风险回报有效边界的水平。有效边界图纵轴是去掉通胀以后的目标回报率，横轴是波动率（组合的标准方差）。耶鲁捐赠基金的目标是真实回报率达到6.3%，波动率为15%。可以看出，在1990年时耶鲁捐赠基金的配置还是非常低效率的，只拥有约4.5%的真实期望回报率和14%左右的波动率。发展到2012年，耶鲁捐赠基金已经完全符合该回报率/波动率的最优配置。

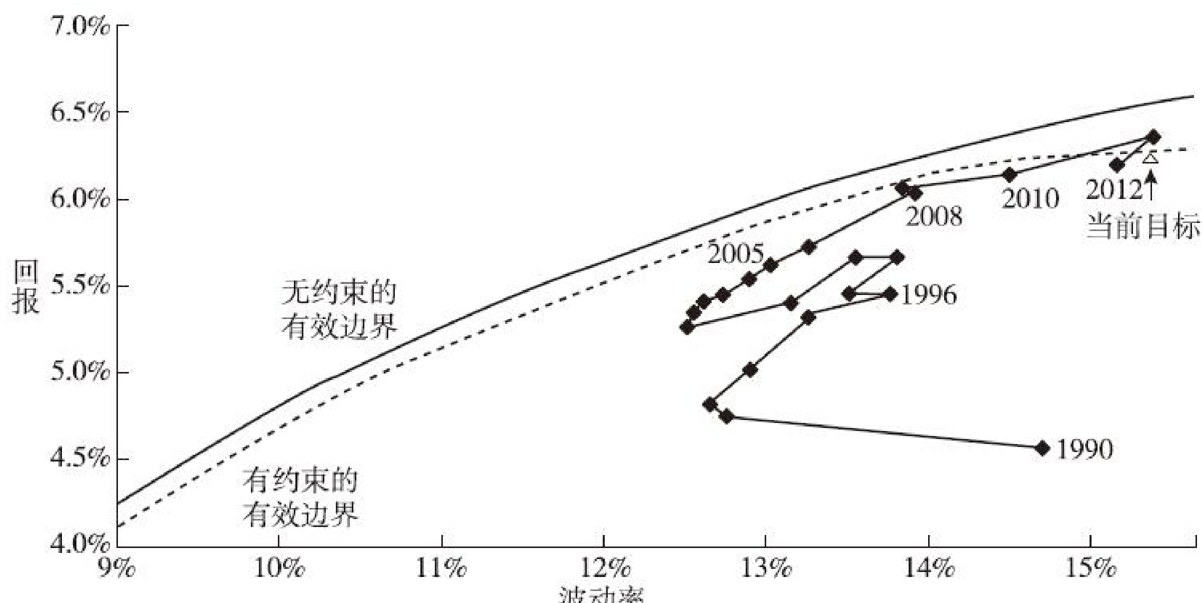

图7-7 耶鲁捐赠基金的业绩表现逐步靠近风险回报有效边界水平

图7-8展现的是耶鲁捐赠基金的实际回报情况与其他基金的对比。可以看出，随着资产配置的最优化，耶鲁捐赠基金开始大幅度跑赢其他基金的表现，包括美国基金回报的中位数、剑桥大学捐赠基金的回报。该基金的业绩也大幅度优于美股三大指数的表现。

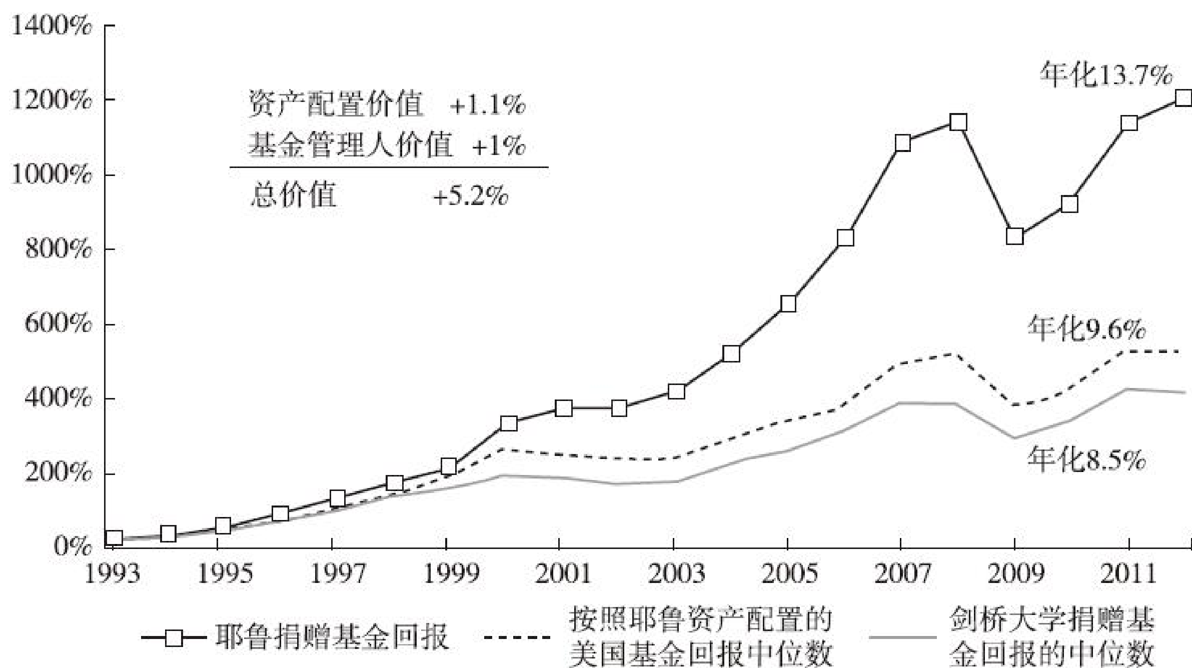

图7-8 耶鲁捐赠基金1993~2011年累计回报对比

可以看出，过去耶鲁捐赠基金一直使用经典的50%债券、50%美股股票的静态再平衡配置。史文森认为这个理念过于落后，没有运用到先进的理论——资本资产定价模型（CAPM）框架下的有效前沿最优配置（Efficient Portfolio Frontier）。耶鲁捐赠基金自从史文森从1985年接管以后成功地改造了旗下的资产配置。

（二）耶鲁捐赠基金对私募股权的资产配置策略

耶鲁捐赠基金是第一批加入私募股权投资的机构投资者，并在1976年做出了首次尝试。发展至今，私募股权投资业务是耶鲁捐赠基金所有资产中收益率最高的资产，也是目前七大资产业务中所占权重最高的资产类别。与此同时，耶鲁捐赠基金对私募股权投资的比重高于其他大学捐赠基金约4.6%。自成立以来，耶鲁捐赠基金的私募股权投资业务年化收益率高达33.8%。

耶鲁捐赠基金的私募股权投资业务包括VC、PE以及杠杆收购（LBO）。耶鲁大学31.0%的私募股权投资分配目标远远超过了10.0%的平均教育机构的实际分配。对于私募股权投资业务的高比例资产配置，耶鲁投资办公室认为私募股权投资提供了非常有吸引力的长期风险调整后的回报。这种回报主要源于两点：其一，私募股权资产会系统性地因为流动性差而被打折出售。耶鲁捐赠基金作为永久性的基金，其对非流动性的承受能力要高于大部分投资者，可以享受这一“流动性溢价”。其二，私募股权市场由于流动性差导致资产定价往往并不有效，这就为管理者通过积极管理获得更高的收益率提供了空间。尤其对于LBO投资业务来说，与其他机构倾向于通过改善企业资本结构不同，史文森更倾向于在更低的杠杆下通过管理人积极改善企业的运营情况来获得可观的投资收益。因此，耶鲁投资办公室更偏好能够进行积极管理的中小型LBO公司。

耶鲁投资办公室只是确定具体的资产配置比例，具体的投资策略的制定和执行，是由投资办公室甄选出来的私募股权基金管理人操作。由于信奉在定价有效性越差的市场中越是积极管理，越能获得更高收益，因此耶鲁投资办公室在选择私募股权基金管理人时将

为所投企业创造价值视为一个重要标准。同时，耶鲁投资办公室偏好由雇员拥有的公司作为基金管理人。其他选择标准包括：拥有完整而健全的投资逻辑、优秀的投资业绩记录、一流的组织管理、可持续的竞争优势、严格的投资程序以及出众的自下而上研究能力。这也是耶鲁大学捐赠基金的私募股权组合被誉为教育机构界投资典范，并经常被其他投资人当作标准模型看待的原因。

【扩展阅读2】

哈佛捐赠基金

哈佛大学建于1636年，是全球最顶尖的私立、非营利性的高等教育机构之一。1974年，哈佛正式成立了哈佛管理公司（Harvard Management Company，HMC），专门管理学校的捐赠收入。HMC的理念是“尽全力提升捐赠收入的购买力，从而为学校各部门的运转提供稳定而长久的财力之源”。随着捐赠基金的日益壮大，HMC在哈佛扮演着越来越重要的角色，如图7-9所示。在近10年中，哈佛捐赠基金的资产管理规模在美国诸多高校中保持在前三名以内，其平均投资回报率在美国诸多高校中位居前列。

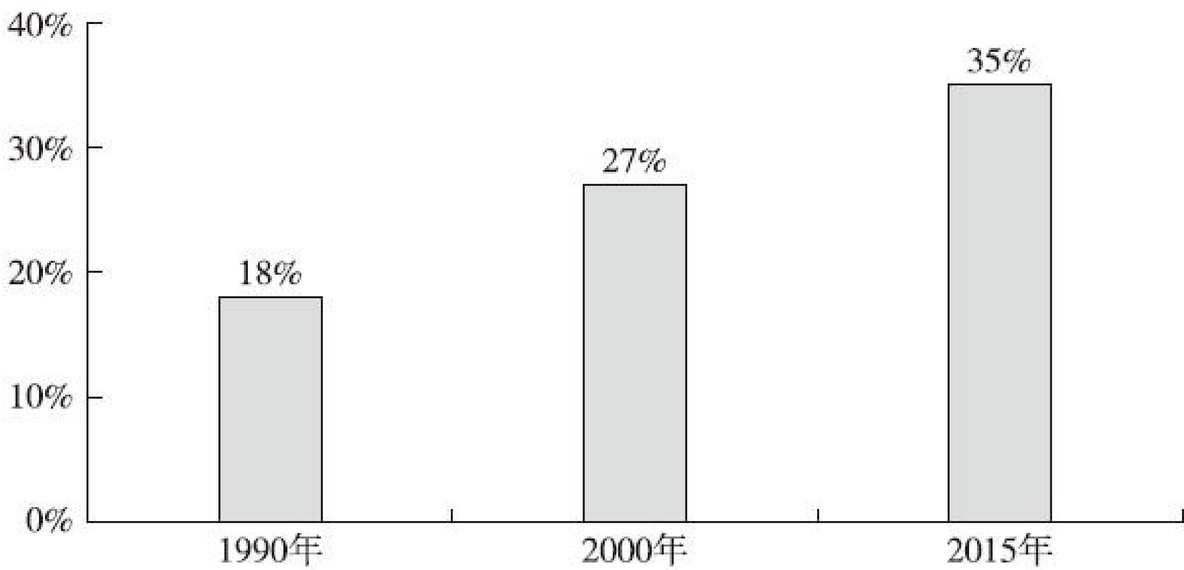

图7-9 哈佛捐赠基金占哈佛大学运营预算比例

根据2015财年报，哈佛捐赠基金资产规模总计376亿美元，收益率为5.8%。在过去5年中，哈佛管理公司为哈佛大学贡献了总额超过120亿美元的现金，为哈佛大学的学术、财政、研究提供了有力的财务支持。在过去40年中，HMC为哈佛大学贡献了超过232亿美元。哈佛大学通过哈佛捐赠基金而募集的资金在年度运营预算的占比逐年增加，现在已约达35%。

策略投资组合是一个由HMC董事会为符合哈佛大学需求而制定的由不同资产组成的长期目标投资组合。哈佛管理公司董事会与管理层协同合作使得策略投资组合的资产分配实现3个目标：投资组合增长、充足流动性和适度地风险管理。2015财年与往年策略投资组合数据如表7-4所示。

表7-4 2015财年与往年策略投资组合比较

资产类型	2015 年策略组合	2014 年策略组合	2008 年策略组合
国内股权	11%	11%	12%
外国股权	11%	11%	12%
新兴市场股权	11%	11%	10%
私募股权	18%	16%	11%
股权合计	51%	49%	45%
公共品	0%	2%	8%
自然资源	11%	13%	9%
房地产	12%	10%	9%
不动产合计	23%	25%	26%
绝对回报策略	16%	15%	18%
固定收益	10%	11%	16%
现金	0%	0%	－5%
合计	100%	100%	100%
预期长期收益	7.4%	7.2%	6.9%

2015年私募股权投资在策略投资组合中增加主要是出于两方面原因：（1）哈佛管理公司认为对这一类资产有针对性和明智的敞口能够获得更高的收益。（2）在过去五六年里哈佛捐赠基金的投资组合受到流动性制约，而现在捐赠基金的流动性得到提升，允许其策略性地提高非流动性资产的投资比例。由于私募股权投资市场现今的行情较火热，因此HMC将会根据时间来进行这一资产配置。也许，近期内对私募股权的投资会有所减少。

由于投资组合的演变，哈佛捐赠基金的投资业绩也得到了发展。在过去20年时间里，私募股权投资成为了哈佛捐赠基金投资组合回报的主要贡献类别，如图7-10所示。

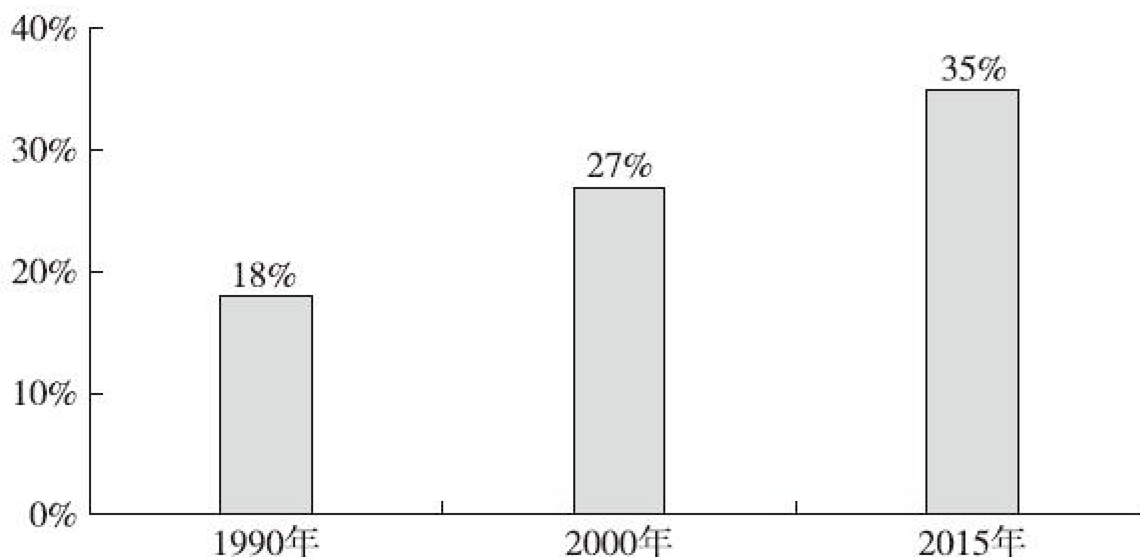

图7-10 哈佛捐赠基金各资产类型过去20年年均收益率

2015财年，哈佛捐赠基金的私募股权投资业务总收益率为11.8%，而其中一个风险投资项目的回报率高达29.6%。大多数风险投资项目都有着出色的业绩，尤其是投资在科技与生物技术领域的项目。哈佛捐赠基金将会继续专注于把投资组合建立在与顶级基金管理公司的一系列合作关系上。根据最新数据，2016财年哈佛大学捐赠基金的投资组合策略中，配置在私募股权方向的投资比重为13%~23%，为所有投资组合中占比最多的一项。

第三节 母基金

母基金（Fund of Funds，简称“FoF”）也称基金中的基金，是指投资于其他基金，其资产组合通常是其他投资基金而不是直接投资股份、债券或其他证券。私募股权投资母基金就是以直投基金（Direct Fund）为投资对象的基金，其中直投基金是指普通的私募股权基金，它主要投资于项目企业的未公开上市股权。

一、历史沿革

母基金发展的雏形阶段是1976~1990年。1976年，美国雅登投资（Adams Street Partners）设立的机构创投资本基金（Institutional Venture Capital Fund）被认为是历史上第一只私募股权基金中的基金，它当时的筹资规模为6000万美元。1990~1995年被认为是母基金的正式形成时期，1990年，欧美市场上的私募股权母基金资金规模为5.62亿美元。到1992年，当年新设立的母基金规模超过了10亿美元。1996~2005年是其快速扩张的时期，20世纪90年代中期，网络经济与创业投资带来的巨大利益推动私募股权基金尤其是母基金快速增长，母基金的筹资规模与数量成倍扩张。母基金的年筹资额由1995年的23亿美元上升到2000年的297亿美元，增长了近13倍。母基金的数量从1995年的22只增长到2000年122只，达到历史高峰。从2006年起发展至今，母基金开始出现结构上的分化，主要表现在投资地域的逐步扩大，投资领域的更加分散以及私募股权二级市场的份额逐步上升。基金中的基金已构成私募股权市场的重要组成部分，是私募股权基金的资金主要供给者。

二、类型特点

母基金与直投基金的主要区别在于，直投基金的投资组合是所投资的一系列项目企业，而母基金的投资组合为其所投资的一系列的直

投基金。其特点为管理专业化、风险分散化、投资渠道便捷化以及资金来源扩大化。

按照不同的标准，母基金可以划分为不同的类型：

按照投资地域与国家划分，私募股权母基金分为全球配置型基金和单独地域型基金。

按照投资基金所在领域划分，私募股权母基金分为创业投资母基金、并购基金母基金和混合型母基金。

按照投资市场性质划分，私募股权母基金分为一级母基金和二级母基金。

三、全球趋势

2010年，美元私募股权市场39%的资金来自母基金，一线品牌的PE、VC基金，来自母基金的资金比例高达40%~50%，已经超过养老基金的份额，成为私募股权市场资金来源的最大户。

在海外的私募股权基金中，母基金是重要的机构出资人。其由于可以进行成熟、专业地全球化、多元化资产配置，因而成为基金会、养老金等重要的投资对象。为了分散地域和政治风险，母基金一般会在全球范围内进行广泛的资产配置。特别地，针对亚太的新兴市场地区，则除中国市场外，投资区域也会涵盖东南亚等新兴市场以及日本、韩国和澳大利亚等资本市场发达的地区。

从融资情况来看，如图7-11所示，全球范围内母基金的募资交割的数量和总募资额从2000年开始稳步增加，在2007年达到最高点，从2008年开始下跌，直到2012年以后保持平稳。从募资渠道的地域分布来看，如图7-12所示北美地区一直保持着50%左右的份额；欧洲地区近年来有所降低，2013年的占比为17%，而亚太及其他地区由于新兴

国家的活跃度升高，占比逐渐提升，在2012年开始超越欧洲，在2013年占比达26%。

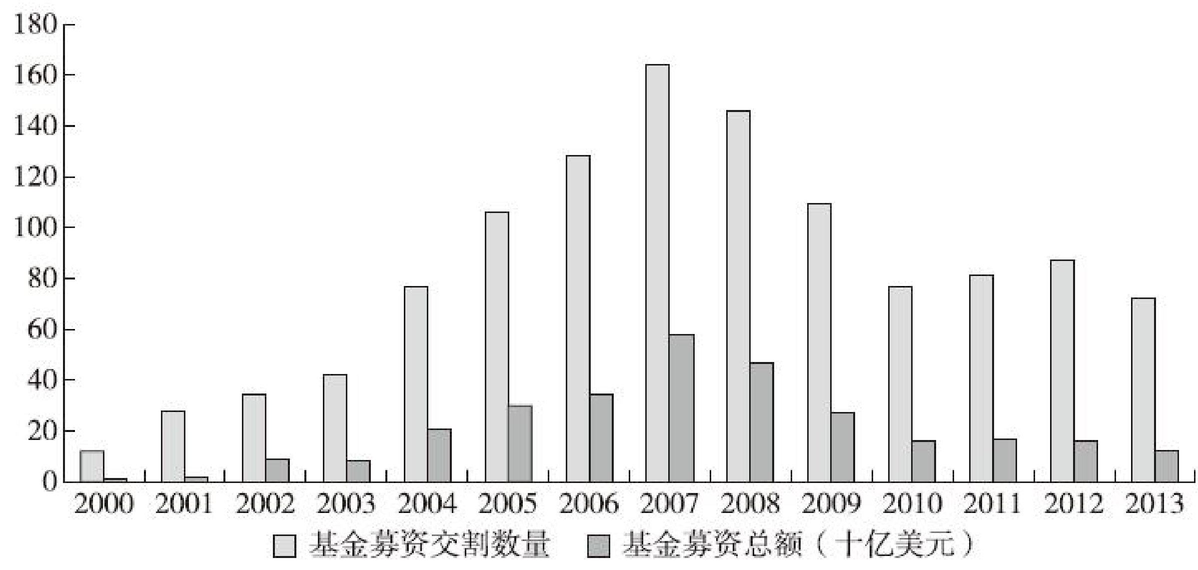

图7-11 全球母基金2000~2013募资交割数量和募资总额

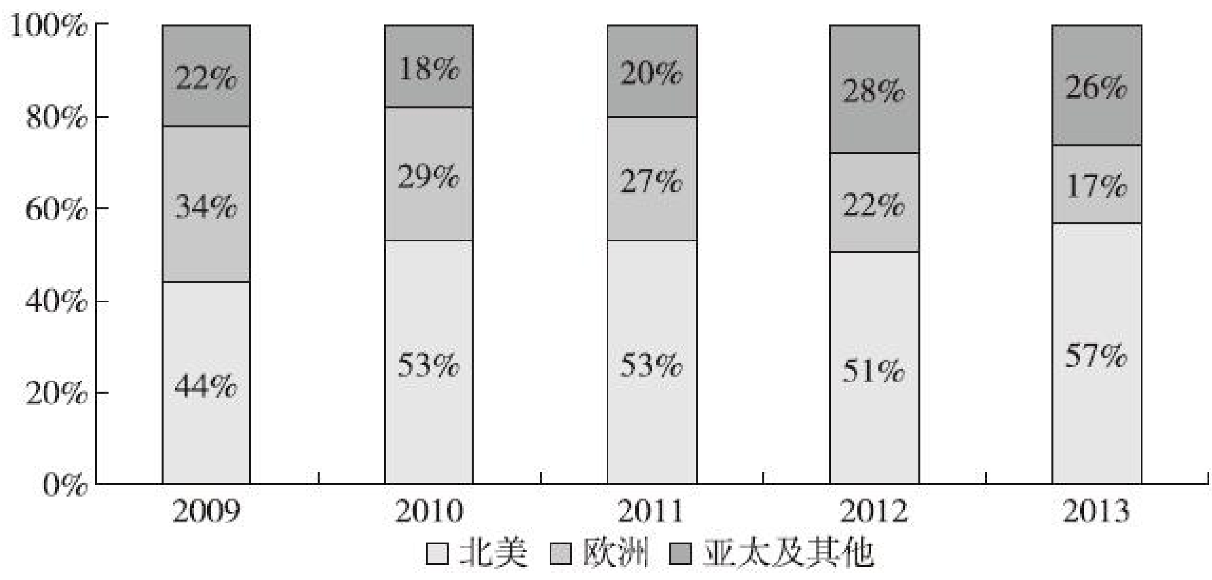

图7-12 全球母基金2009~2013募资地域分布

从投资情况来看，如图7-13所示全球范围内的母基金整体表现出现较大分化，基金不同设立年份的回报率有显著波动性。此外，表现排名在前25%（长期年化回报率）、中位数以及后25%的母基金，IRR也相差较大。

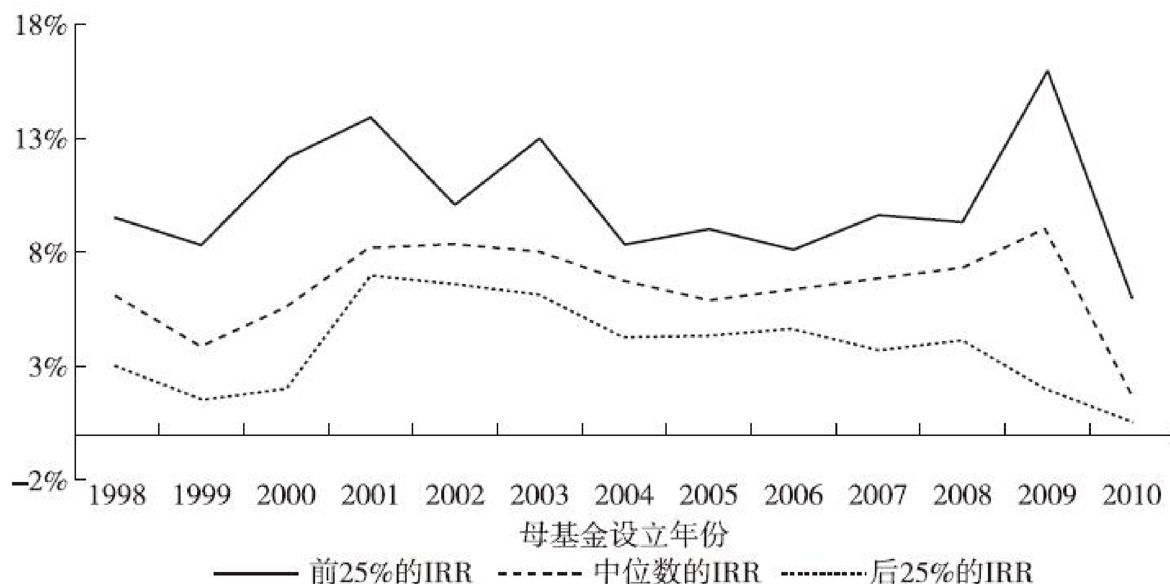

图7-13 全球母基金投资的IRR走势

特别地，自2005年起，随着中国私募股权投资市场的快速崛起，海外也开始关注中国市场的投资机会。如表7-5所示一些大型的全球多元化资产配置的海外母基金开始陆续投资中国市场，或者在中国设立代表处，成为中国早期美元VC/PE的重要机构出资人。

表7-5 海外母基金在中国投资情况概览[注]

母基金管理人	成立时间	国家/地区	在国内投资的部分基金
Adams Street Partners	1972	美国	鼎晖、华平
AlpInvest Partners	1999	荷兰	鼎晖、德同、赛富、软银中国、纪源
Asia Alternatives	2006	中国香港	金沙江、鼎晖、弘毅、今日资本、赛富
Axiom Asia	2006	新加坡	鼎晖、新天域
CDC	1948	英国	挚信资本、今日资本、中信资本、鼎晖、君联资本、启明、方源资本
GSA	1998	美国	纪源、红点投资、光速创投、赛富、高原资本、德同
Invesco Private Capital	1982	美国	纪源
LGT Capital Partners	1997	瑞士	赛富、鼎晖、弘毅、君联、中信资本、复星、德同、春华、高榕、愉悦
Morgan Creek	2004	美国	新天域
Partners Group	1996	瑞士	光速创投、鼎晖、今日资本、弘毅、软银中国
SiglerGuff	1991	美国	启明、软银中国、中信资本、德同、新天域、智基创投
翠山基金	2005	中国香港	启明、锴明投资
磐石基金	1982	英国	光速创投、鼎晖、纪源、启明、德同

【扩展阅读1】

尚高资本

尚高资本成立于1991年，最早由乔治·西古勒（George Siguler）和德鲁·伽夫（Drew Guff）两位创始人收购潘伟博（PaineWebber）投资银行的私募股权部而成立，后于1995年独立出来。尚高资本目前在全球管理着超过110亿美元规模的资金，通过20年的积累，尚高资本已经拥有一批闻名业界的专家队伍。

尚高资本的投资人包括企业和公共员工福利计划（养老金）、捐赠基金、基金会、政府机构、金融机构、家庭公司和超过600位富有个人。尚高资本总部设在纽约，并在波士顿、伦敦、莫斯科、孟买、圣保罗和上海设有办事处，在全球范围内拥有160位专业投

资人士。尚高资本单独或联合管理多只私募股权直接投资基金和母基金，每只基金专注于高效率市场下的特定领域。尚高资本咨询部门（Siguler Guff Advisers）还为客户提供个性化私募股权咨询服务。

尚高资本主营业务涵盖新兴市场私有股权业务，包括资产配置规划、市场研究、管理人调查和尽职调查方面的专家，同时也是尚高金砖四国机遇基金（BRIC Opportunities Fund）的管理人，还是中国业务的先行者，为中国很多VC提供过很有价值的建议和帮助。

（一）投资策略

自成立以来，尚高资本管理着超过150亿美元规模的资本承诺，其中有30亿美元的专属账户和其他咨询项目。主要的投资策略类别包括困境/特殊机会交易、房地产、小型并购、新兴市场和咨询等。图7-14详细展示了尚高资本的6种投资策略以及成立至今的所有基金总结，包含成立年份和基金规模。其中，加深部分的5只基金为目前最新的仍然在市场上运作的基金。

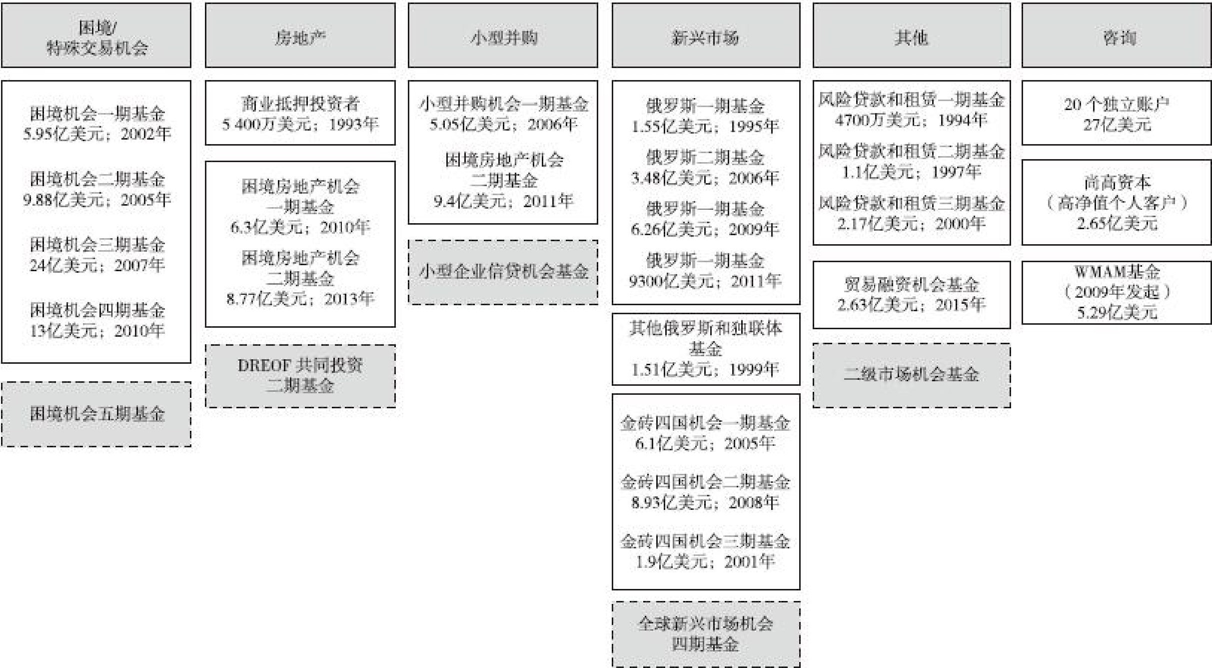

图7-14 尚高资本投资策略类别和基金总结

（二）新兴市场策略

截至2015年，尚高资本在新兴市场的认缴资本达到35亿美元。尚高资本在1995年成立了第一只专注投资俄罗斯的美国私募股权基金，并且是第一位专注金砖四国（BRIC）的多元基金管理人。尚高资本在2006年设立中国办事处，为中国很多风险投资基金机构提供过很有价值的建议和帮助。在新兴市场，尚高资本的投资类别主要为私募股权基金、二级市场投资和共同投资，表7-6展示了尚高资本金砖四国三期基金的简单情况。

表7-6 尚高资本金砖四国基金概览

基金名称	成立时间	基金规模（百万美元）
尚高资本金砖四国机会一期基金（“BRIC I”）	2005 年	610
尚高资本金砖四国机会二期基金（“BRIC II”）	2008 年	893
尚高资本金砖四国机会三期基金（“BRIC III”）和独立账户	2010～2015 年	1 102

尚高资本金砖四国第一、二、三期基金业绩表现卓越，分别超过摩根士丹利资本市场金砖四国指数（MSCI BRIC）指数730个基点、990个基点和2830个基点。其中，主要的投资策略是寻找经风险挑战后的高回报，并且通过仔细筛选，以多元化的方式控制投资风险。

【扩展阅读2】

LGT资本

作为“欧洲最佳母基金”并且连续三年获得全球“年度基金经理人”，总部设在瑞士的LGT资本（LGT Capital Partners）已成为全球最大的另类资产基金管理公司之一，同样也是欧洲机构另类资产和母基金管理的典范。

早在1920年，LGT集团就在列支敦士登成立。发展至今，拥有列支敦士登皇室家族背景的LGT是当地最著名的企业集团之一，目前资产管理规模超过1120亿美元。LGT集团是隶属于列支敦士登皇家基金组织的个人理财银行，公爵本人是基金会主席，王储任总经理。此外，还从美国、英国、意大利、瑞士和本国各邀请1名专业人士任董事，协助处理日常事务。近年来，LGT集团资产的主要来源LGT银行（皇家家族已经管理该银行达70年），LGT投资集团在全球开设了30多家分支机构。

1998年，LGT集团开始涉足另类投资领域，包括私募基金和对冲基金，LGT资本由此成立。经过近20年的努力，公司已经在全球拥有300名专业投资人士，并且自成立以来合伙人未有离职，管理超过500亿美元的另类投资，其中私募股权承诺资金220亿美元。LGT资本总部设在瑞士苏黎世附近的晋费菲孔（Pfäffikon），在纽约、都柏林、伦敦、中国香港、东京、迪拜、北京和悉尼等地均设有办事处。截至2015年底，LGT资本的全球客户囊括了400多家机构投资者，包括分布在五大洲32个国家的国家政府和地方政府养老基金、公司养老基金、保险公司、基金会、捐赠基金和银行等。

（一）投资理念

LGT资本的投资理念主要基于资产保值原则、长期投资、业绩表现、风险管理、分散投资和独立性6大方面，奠定了其80多年来资产管理的成功。

LGT资本长期专注全球范围内的另类资产投资，为资产组合提供在不同资产类别和地区的分散性。其投资组合的结构能够拥有投资顶级专业基金经理的机会，减少整体投资组合的风险，同时提高回报。此外，LGT资本拥有足够的灵活性以创建个性化的投资组合。

（二）投资策略

LGT资本通过母基金投资来作为另类资产的安全、稳健和理想选择。通过实现资产类别和管理人的多元化配置，包括地域、年份、行业的分散化以及私募股权一级市场、二级市场与直接投资的多元化来分散风险。

具体而言，LGT资本在私募股权一级市场投资策略的核心要素如下：

选取最优基金：投资于在价值领域中最优秀的基金；通过互补的方式形成自然分散化的投资组合；投资于能够在运营管理中带来增值服务的基金。完善尽职调查：在不同的市场环境中，自下而上地筛选基金，通常采用本土化的团队、利用强大的数据库对基金进行横向对比分析。重点配置中型市场：专注于在中型市场中的中小型基金，为投资人寻找其自身不易接触到的优秀基金。积极开发新兴市场：挖掘市场中尚未被充分研究与投资的投资机会，一个团队的前两只基金往往被证明是其最成功的。

对于私募股权二级市场，LGT资本实施策略的核心要素如下：

专注中型交易：专注于中等规模的交易，重点投资欧洲、美国的并购基金和亚洲成长基金；重点关注成熟的基金，与之建立良好的合作关系，是GP的首选合作伙伴；精选我们认为合理价格的优质资产。

体系化投资方式：凭借在一级市场投资中积累的经验，确定投资标的；综合利用内部资源和外部关系以精准定价。

自下而上估值：对基金中每一项资产重新估值，综合考虑目前的交易、债务水平、可比倍数和退出情况；对未缴付的认缴出资的估值，会针对该基金的实际情况进行评估，而不会对所有的基金采用同样的简单假设。

快速定价交易：对一部分潜在投资标的进行定期的估值，利用在一级市场基金投资中拥有的信息及关系，能够在卖方不提供材料的情况下直接获得其所投资企业的最新信息；由于基金通常视LGT

资本为优质的投资人，不存在无法购买的情况；拥有经验丰富的内部法律部门。

对于共同投资，LGT资本的核心策略如下：

与最优秀基金共同投资：同与LGT资本具有良好合作关系的基金进行共同投资，LGT资本通常是其最大的投资人之一，并且多次出任其投资顾问委员会代表；已投资的约800只基金和超200个投资顾问委员会席位能提供独特的投资机会，特别是对中小型基金。

发挥LGT资本全球平台优势：利用LGT资本全球的资源网络，作为GP的首选共同投资伙伴，通过全球团队积极寻求投资机会并获得大量的储备项目以供筛选；通过庞大的LGT资本全球投资平台及社会资源网络，获得来自各地区和行业中优秀公司、管理团队和专家的专业意见，从而在项目评估中更好地展现优势；能够从LGT资本现有的投资中选取基准，横向对比潜在投资标的的投资价值。

主动选择最具吸引力投资：通过挑选最佳的共同投资机会获取最具吸引力和增值潜力的项目，并且通常不需要向GP支付管理费和附带收益；采用系统和结构化的方式筛选共同投资机会，严格按照规范进行筛选并通过详细的数据分析和特定方法进行尽职调查；专门的团队负责，以确保快速反应和执行在有限的时间内必须完成的共同投资项目；确保与基金利益一致并获取适当的控制力。

（三）投资业绩和经验

LGT资本在全球范围内约有800个基金的投资人，拥有200多个顾问委员会席位，其中亚洲有36个。截至2014年年初，其投资组合里亚洲基金有92个现有投资，欧洲基金有403个现有投资，美国基金有293个现有投资，全球基金有58个现有投资。

图7-15展示了其全球投资组合的另类资产部分的结构。可以发现，私募股权投资一直是LGT资本另类投资资产的重要组成部分，并且为其带来了持续的卓越历史回报。

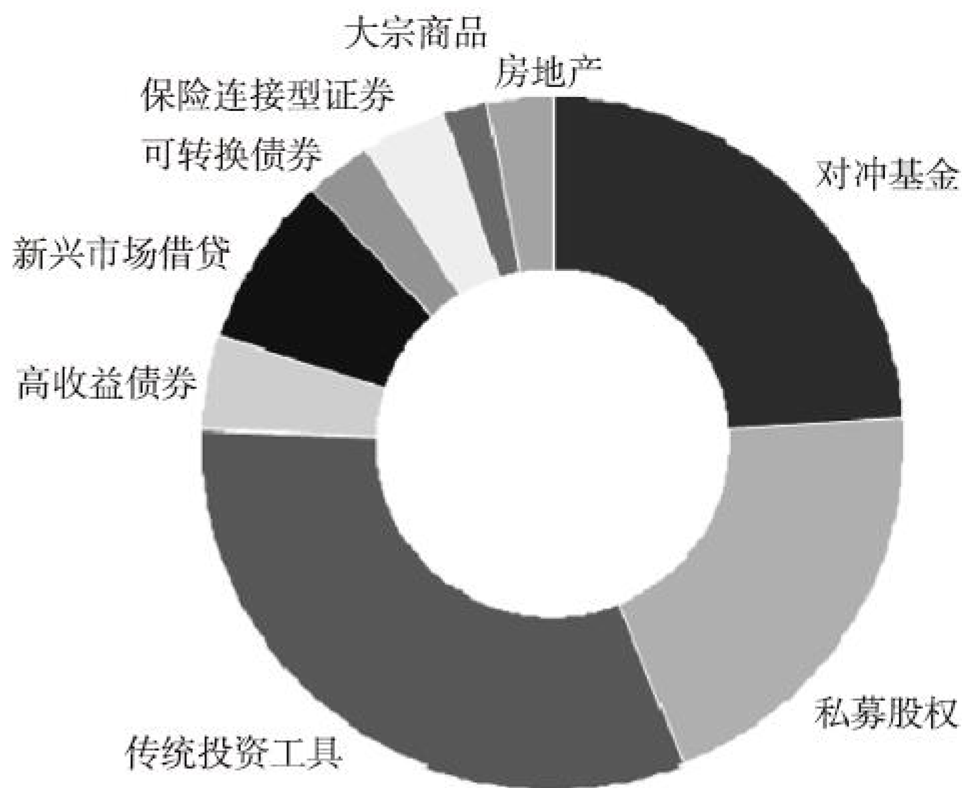

图7-15 LGT资本全球另类投资资产结构

具体而言，从全球范围内的投资业绩来看，LGT资本在过去20年的表现十分突出。截至2014年年初，LGT资本的欧洲并购基金价值共计64亿欧元，涵盖275只基金，自成立至今，年化内部收益率达到12.2%。美国并购基金规模达到36亿美元，涵盖202只基金，自成立以来年化内部收益率达到13.7%，亚洲市场的基金规模达15亿美元，涵盖92只基金，自成立至今年化内部收益率达10.1%。此外，LGT资本在私募股权二级市场投资业绩非常卓越，其全球私募股权二级市场投资规模达57亿美元，涵盖166项交易，自成立至今年化内部收益率高达23.4%，远高于公开市场业绩基准。

第四节 家族办公室

家族办公室（Family Office）是为富裕家族管理财富的私人机构。家族办公室在提供广泛的高度专业化和定制的服务方面有着悠久的历史，它像管家一样，由涉及不同领域行业的专家组成，监督及管理整个家族的财务、健康、风险管理、教育发展等方面，以协助家族获得成功以及顺利发展为目标，同时家族办公室有着能提供公正的意见和客观性等特征，其与家族的其他顾问提供的服务整合与协调，为同一个家族的几代人提供高度个性化的服务。

一、历史沿革

家族办公室始于公元6世纪，是帮助国王管理皇家财富的管家，创造了专职帮助皇家管理财富的职责。目前较为先进的财富管理办公室始创于19世纪的欧美，在1838年，摩根大通（JP Morgan）创造了摩根办公室，为家族管理资产。而1882年洛克菲勒办公室，为自己也为其他一些家族进行财富管理。所以广义上来说，家族办公室是一个以财富管理中心为基准、帮助诸多家族管理财富的组织机构。

发展至今，随着世界各地富豪越来越多，家族资产规模越来越大，家族成员关系越来越复杂，使家族办公室得以在欧美和澳大利亚等国家逐渐盛行。家族办公室为客户提供专业、独立、全面的家族事务管理，即通过全球性的财务咨询、税务规划师、律师事务所、会计师事务所、资产管理、教育专家、健康咨询师等顶级的专业顾问团队，为富裕家族量身打造私人定制的全方位服务。由于家族办公室的运转花费可能超过100万美元，因此家族的财富净值通常超过1亿美元。本节我们主要关注家族办公室在资产管理和财务咨询等方面的财富管理功能。

二、类型特点

家族办公室的两种基本类型包括：单一家族办公室和多元家族办公室。从广义上而言，单一家族办公室是这样一种有组织的机构，只

为单个家族监管财务以及生活方面的事务。因为单一家族办公室的业务只是建立在相关富豪家族的需求和喜好基础上，所以这种类型的家族办公室并没有一种统一的组织结构，在全球呈现出千姿百态。

有些单一家族办公室属于精简型企业，它们由一些专业人士组成，只专事于投资事务。而有一些单一家族办公室是大规模的团队，有各种类型的内部员工以及众多的供应商关系，并搭建了内容全面的服务平台。富豪家族组建单一家族办公室的目的通常在于使其对财务以及私人事务进行掌控，这种类型家族办公室的准确数量还不清楚，据估计全球范围内大致在数千家到上万之间。

多元家族办公室的结构是对一种广泛存在的财富管理模式的有益延展。因此，多元家族办公室会与其富豪客户之间发展出相对更少见、更深入和更持久的关系，它们一般提供多种专业技术方面的服务。相对于单一家族办公室，多元家族办公室主要着眼于利润和财富增值。

三、全球趋势

2015年1月，英国《金融时报》发布了《2015投资全球影响力》。该报告包含180个单一家族办公室、多元家族办公室和家族基金会等3类样本。

这些调查样本的总部分布在34个国家，所持资产广泛分布在46个国家，其类型占比分布如图7-16所示。

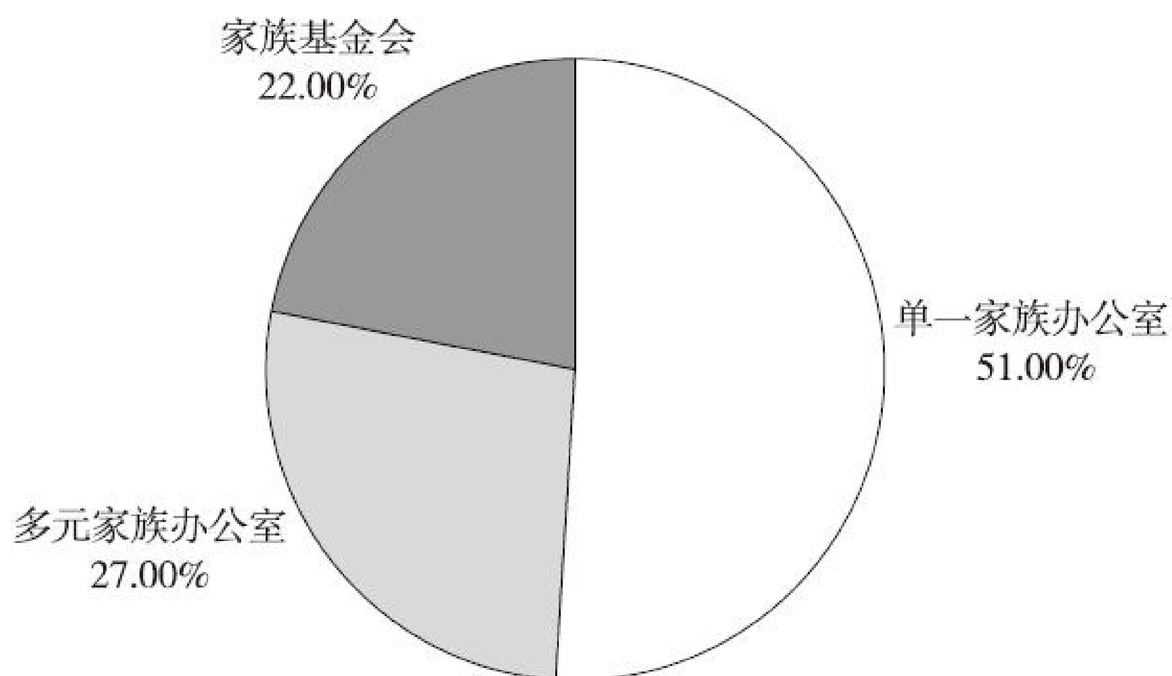

图7-16 全球家族办公室类型占比分布

从管理基金的规模来看，在所调查的180个家族基金样本中，有79%的管理资产规模在一定的范围内浮动。其中，72%的家族基金管理资产规模小于10亿美元；24%位于10亿~100亿美元之间；剩下的5%管理资产规模超过100亿美元。具体的资产管理规模分布如图7-17所示。

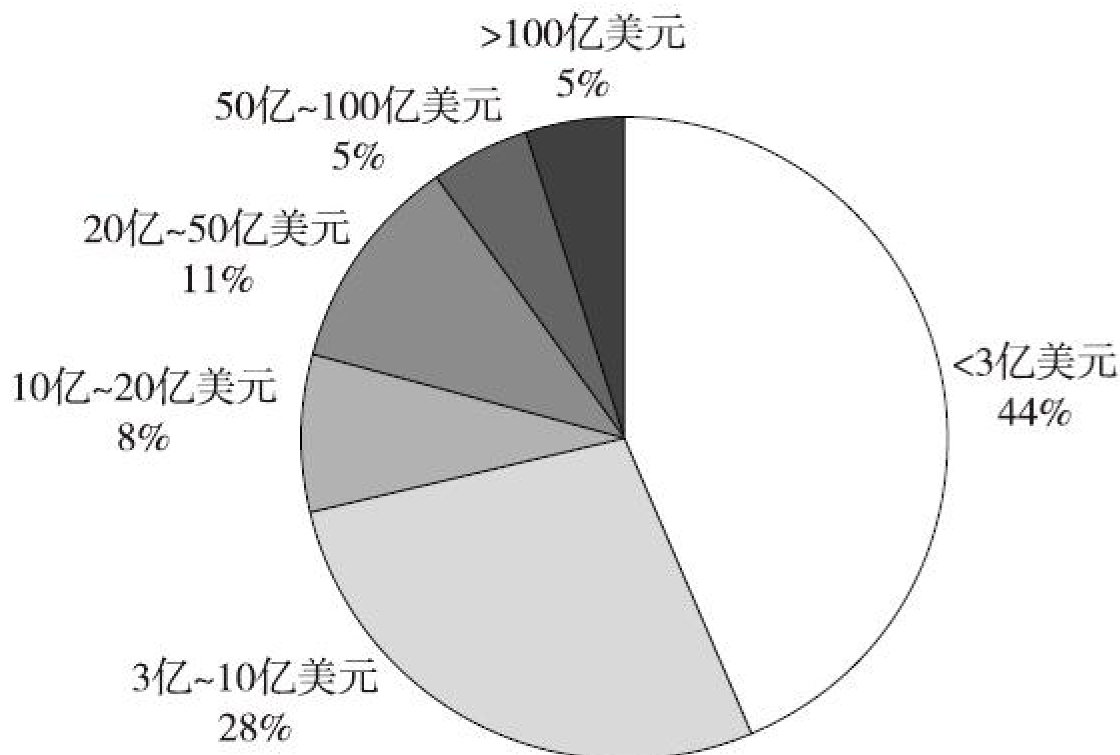

图7-17 全球家族办公室资产管理规模分布

此外，从投资类型分布来看，27%的家族办公室只投资慈善事业，23%的家族办公室进行影响力投资，同时进行慈善行业和影响力投资的有28%。

【扩展阅读1】

迪特里希基金会

迪特里希基金会（The Dietrich Foundation）在2011年10月威廉·比尔S.迪特里希二世（William Bill S.Dietrich II）去世之后成立，总部设立在美国宾夕法尼亚州匹兹堡，旨在传承比尔支持西宾夕法尼亚高等院校和其他文化/民间组织的慈善精神。1996年，比尔以1.9亿美元作为慈善计划的开始。如今，迪特里希基金的投资资产已增至6.5亿美元，这些资产重点配置在全球的创投、成长型股权和并购基金，包括在新兴市场进行的具有重大意义的资产配置。

迪特里希基金会在迪特里希先生去世后成立，继承了迪特里希慈善基金会（Dietrich Charitable Trusts）和一部分迪特里希先生的遗产。迪特里希慈善基金会是于1996年由迪特里希先生创建，信托资金来源于其出售迪特里希工业公司（Dietrich Industries，Inc.）所获得的资产，该公司是美国最大的轻金属结构架制造商。

迪特里希基金会在投资时尽量会专注于核心主题以及长期的投资机会。因此，迪特里希基金会的投资计划每年变化不大。在过去的15年间，迪特里希基金会和其前任信托基金保持了固定的承诺，将大量资产配置于之前投资过的全球范围内的私募股权基金。

比尔·迪特里希曾反复表示："欧洲已是过去，美国现是当下，亚洲（尤其是中国）才是未来。"在这个主题的影响下，迪特里希基金会在过去的几十年一直在大力投资亚洲的私募股权，尤其是在中国。自2006年以来，迪特里希基金会已经在亚洲投资了30多只基金。迪特里希基金会倾向在亚洲的回报率不小于美国，然而亚洲的投资溢价回报却没有达到其最初的预期。尽管如此，迪特里希基金会仍将致力于亚洲私募股权投资，并将基金管理人的选择作为成功私募股权投资的关键。从某些方面来说，中国和东南亚对于迪特里希基金会历史性的吸引源于根植的信念，即新兴经济体中的儒家文化——强烈的个人职业道德和对于学习以及家庭的奉献精神——将对私募股权呈现出具有吸引力的、长期的机会。

【扩展阅读2】

卡内基基金会

卡内基基金会（Carnegie Corporation of New York）成立于1911年，由美国工业巨头安德鲁·卡内基在纽约注册成立卡内基基金会。基金会宗旨是"增进和传播知识，并促进美国和曾经是英联邦海外成员的某些国家之间的了解。"1919年卡内基逝世前，他本人任基金会董事长兼会长，个人的意图起主导作用。

在成立基金会前，卡内基作为个人已有多项捐赠，最著名的是建立公共图书馆，20年中，共捐款建立了2000座图书馆。其名下的基金会和非营利机构除卡内基基金会外，还有卡内基学会、卡内基理工学院、苏格兰大学卡内基信托基金、卡内基华盛顿研究所、卡内基英雄基金、卡内基促进教学基金会、卡内基国际和平基金会。

在漫长的岁月中，基金会在不断研究新形势中提出新的工作重点。20世纪60年代之前，贯穿始终的是教育，60年代至80年代倾向于平等和改良。80年代以后的几大目标是：避免核战争，改善美苏关系；教育全体美国人，特别是青年，以适应一个以科技为基础的社会；防治各种对儿童和青少年的伤害，包括吸毒、酗酒和少女怀孕等社会问题；在第三世界培训和开发人力资源。

根据卡内基基金会2015年的年报，图7-18总结了基金会投资组合的比重分配。基金会与杠杆收购和风险投资经理进行密切合作从而得到了丰厚的年度投资回报，一度超越了剑桥协会私募股权指数和剑桥协会风险投资指数。基金会投资决策的依据是看他们是否具备在低效率市场上仍然能够增加投资价值的出色能力。

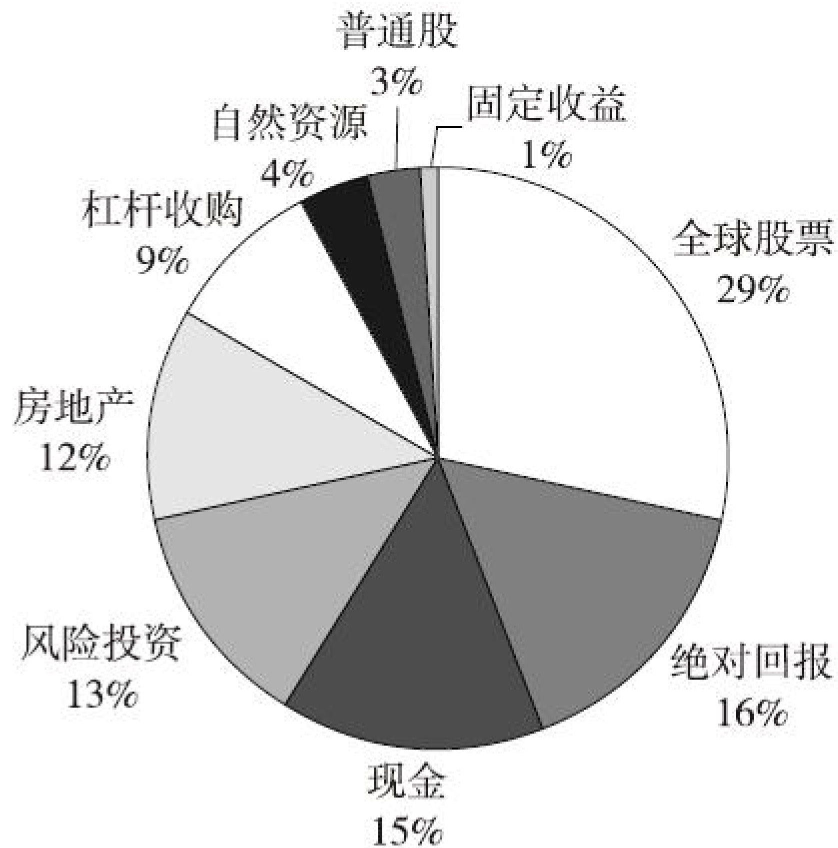

图7-18 卡内基基金会投资组合比重

专题研究 海外LP的长期投资组合管理理念

从前述各类海外成熟LP的投资实践可以看出，无论是养老基金、捐赠基金、家族办公室还是母基金，或者前文未详细阐述但同样重要的其他类型LP（如保险公司、高净值个人、政府机构、上市公司等），它们都遵循一套严格的、长期的投资组合管理理念。

LP这种私募股权投资组合管理理念最早起源于美国的一些大学捐赠基金，如前文提到的耶鲁大学、哈佛大学等捐赠基金。各类LP在这个理念上结合自己的特征采取相应具体的投资管理措施，取得了出色的长期投资回报。正如本章第二节提到的，耶鲁捐赠基金过去10年和

20年的年化收益率分别为11%和14%。虽然这听上去可能并没有那么了不起，但要在耶鲁捐赠基金240亿美元的庞大资产体量上取得这一回报绝非易事。

广泛来讲，海外成熟机构投资人资产类别（不只包括私募股权投资）的投资组合管理遵循几个核心的配置理念：长期价值投资，多元化配置资产以分散风险、高配权益类资产并勇于探索复杂的新兴资产类别（如另类资产）以及运用专业投资管理人等。LP凭借这些投资理念，帮助他们最大限度地发挥了自身的优势，包括专业知识、资源、资本属性上的优势，并最终在长期的投资回报上取得成功。

一、长期价值投资

短期投资和长期投资甚至超长期投资的投资策略和回报是完全不一样的，而时间套利可以说是资本赚取利得的最原始、最基础的手段。高利贷就是其中一个古老但经久不衰的体现形式。LP因为其机构投资者的性质，资产往往具有偏长期的性质，因而为LP进行时间套利创造了良好的条件。尤其是一些家族办公室或投资人，因为家族资产的长期性，对时间上的套利并未重视。时间套利的具体表现形式主要有以下3种：

长期性：低估值的资产类别可能需要很长时间才能回归中值，这需要投资人具有长线的眼光。长期资本在赚取估值错配带来的回报方面具有天然的优势，因为其有足够强的实力、长的时间和好的耐心来等待。

流动性：长期回报最高的资产类别，短期往往没有流动性，比如私募股权资产。耶鲁捐赠基金对私募股权和风险投资基金的配置高达35%，其实是很巧妙地运用了其资本的特性赚取流动性溢价。

波动性：权益类资产的短期波动性较高，但能承受这一点的投资人长期可获得较高的回报。即使是美国股市，近10年的年化波动率也在15%。由于捐赠基金、家族资产等具有长期性质，它们对短期波动性的承受能力较高。拉长投资时限就相当于对短期的波动性进行了“降噪”处理。

在进行资产配置时，必须考虑的问题是投资组合价值下跌的承受范围，这对于资产配置有着巨大的指导作用。例如，若承受范围低于10%，那么建议其尽量少配置权益类资产。

二、多元化配置

现代投资组合理论告诉我们，通过多元化配置资产，投资者可以在保持投资组合回报不变的情况下降低风险，提高了组合的“夏普比率（Sharp Ratio）”，即单位风险所对应的回报。海外这些成熟的LP为多元化配置提供了很好的实践经验总结。相对于股票和债券这些传统资产，LP通过配置私募股权基金、对冲基金、私募房地产、私募能源等非传统资产，实现了资产类别层面的多元化。

此外，海外成熟LP的资产配置还很好地实现了地域层面的多样化。自20世纪80年代开始，诸如美国的大学捐赠基金等LP机构投资人便开始进行海外配置，而到了90年代这一趋势也蔓延到了大部分其他LP中。现今，这些LP在美国和海外股市的配置平均各占一半。通过全球化配置，投资者将其回报来源从单一的本国市场扩大到了全球，得以从其他经济体的快速发展和其他国家的资本市场崛起的过程中分得一杯羹。同时，海外市场与本国市场的相关性也相对较低。

以中国市场来举例，近10年来创造财富效应最明显的是互联网行业，包括百度、阿里巴巴、腾讯、京东、小米、滴滴、优土、携程、58赶集等巨头，以及无数正在崛起的互联网新秀，其背后的私募股权

出资人，很多都是海外成熟LP的投资组合管理理念的运用结果，也同时为他们带来了高额的回报。

三、探索另类资产

从本章前述4节的内容可以发现，海外成熟LP对类权益的资产（包括股票、对冲基金、私募股权、风险投资基金、私募房地产和私募能源等）的平均配置近年来高达70%~80%。特别地，由于捐赠基金、家族办公室、养老基金等长期投资者有能力承受高配权益类资产带来的高风险，因此自然可以坐享风险溢价。

尤其值得一提的是，海外LP在投资复杂的、新兴的资产类别（尤其是另类资产投资领域）有着先驱作用。在20世纪80年代初，私募股权逐渐崛起为新兴的资产类别时，大学捐赠基金和家族投资人就是私募股权基金最早的投资者之一，它们也因此赚取了丰厚的回报。

新兴的资产类别往往崛起于低效的市场，而市场的低效正是投资回报产生的根源。成熟的LP们正是凭借这种理念，积极对此类新兴且尚未完全成熟的市场做适当配置，成了真正意义上“第一个吃螃蟹的人”，从而赚取高额回报。

四、运用专业投资管理人

海外成熟的LP机构投资者，通常都会运用专业的投资管理人来管理资产，以获取超额回报（也称阿尔法，Alpha）。大部分LP（如捐赠基金、家族办公室等）通常会将其大部分资产交由专业的基金管理人来进行委托管理和投资，而自身直投的比例较低。偏向委托管理，一方面是因为部分LP的内部人员通常比较精简，尤其是捐赠基金和家族办公室。而直投则需要建立专业分工的投资团队，这一成本可能会超过委托管理的成本。另一方面是因为优秀的投资管理人的供给充沛，可以随时提供专业的投资咨询和委托管理。在欧美发达市场，LP

可以在每个资产类别中选择最认可和信任的基金管理人为其投资组合创造阿尔法。

投资组合层面的回报可大致划分为贝塔（Beta）和阿尔法（Alpha）两种：贝塔可以理解成某个市场的平均回报，以上所谈到的资产配置倾向所带来的回报主要涉及的是贝塔层面的。阿尔法则是某个基金管理人创造的超过市场平均回报的超额回报。通过对整体投资回报的归因分析可以看出，阿尔法和贝塔同样重要，缺一不可，且在不同的市场周期各自发挥不同的作用。而对于投资回报最高的机构来说，阿尔法的贡献常常大于贝塔。

未来10年，中国LP的全球资产配置是历史性的大趋势。海外成熟LP投资组合管理的核心理念对中国的机构LP有非常重要的借鉴价值，中国的LP可以结合自身的情况进行调整和运用。

---

1. 为便于读者查找，母基金管理人英文名称保留。

第八章 中国本土LP私募股权投资实践

自1992年起，中国私募市场在一股以中外合资为形式的投资浪潮中蹒跚起步，在经历宏观经济几轮的跌宕起伏中快速崛起，过去5年更是呈现出爆发式的成长。这主要表现在私募股权投资基金管理人的数量快速增加、募集的资金币种为双币并行、基金的组织形式转为合伙制、退出渠道转变为国际国内上市、退出的案例每年递增等方面。经济新常态下，创新创业和结构调整成经济增长动力，股权投资成为重要资本力量。

图8-1展示了中国股权市场LP各类型的统计数据，可以发现，企业投资者依然是目前风险投资基金及私募股权投资基金募资的主要来源。具体而言，对于中国本土的LP，企业投资者占比达62%，显著高于海外LP群体中企业投资者占比，排名第二位的是私募股权和风险投资基金机构，占比达19%。其后为政府机构，占比达10%。

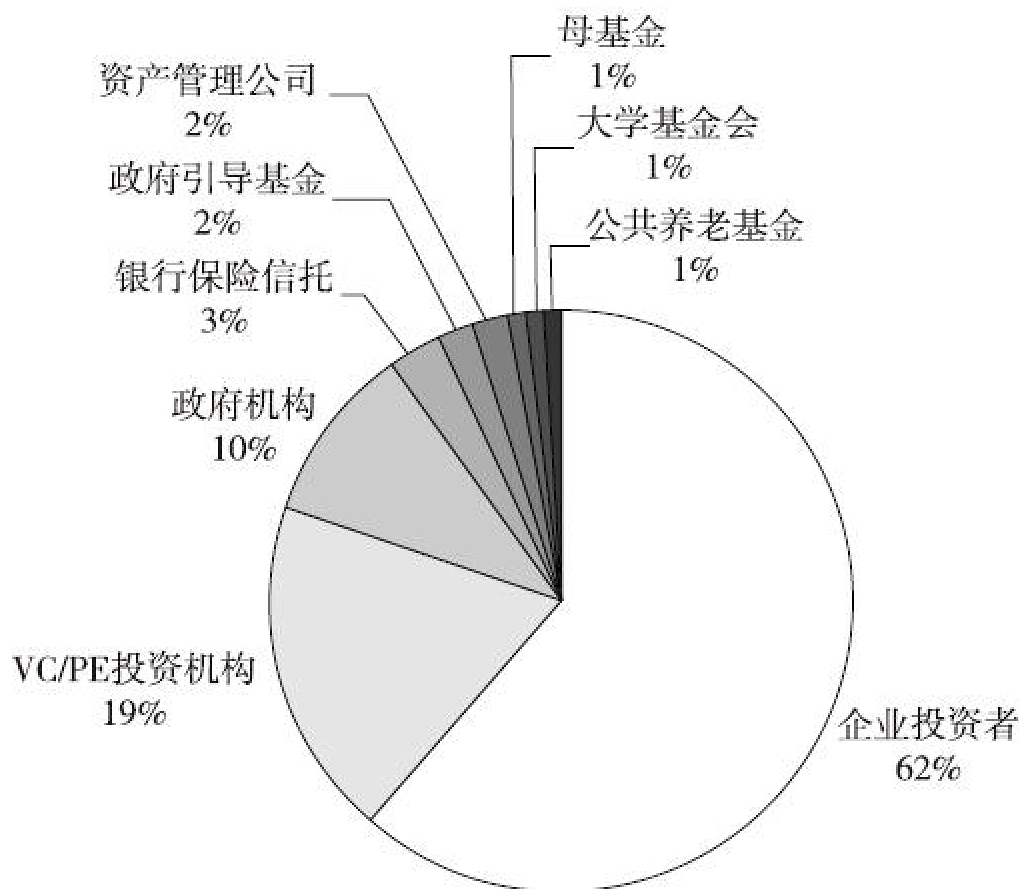

图8-1 2015年中国股权投资市场本土LP类型分布

可以发现，企业投资者依旧占据了大半的比例，而养老基金、家族基金、保险、捐助基金等在欧美市场较成熟的机构投资者，目前在中国本土LP市场中占比依然较低，但其投资力度和资金规模在不断提升。中国本土LP机构投资者（尤其是全国社保基金和保险公司等）也逐渐意识到系统化的组合资产配置理念的重要性，未来的投资体系会越来越成熟。特别地，对于目前中国私募股权市场，养老基金和保险公司是最为理想的长期机构投资者，因为这二者可投资的资金量大且持有资金期限长，更适合进行长期性的投资，与私募股权基金的资金需求特性相吻合，在本章会对其进行详细阐述。此外，本章还将针对政府引导基金、上市公司、母基金、高校基金会以及高净值个人等LP分类主体，结合各自特点进行详细解析。

第一节 社保基金

作为中国私募股权基金投资规模最大的LP，全国社保基金是业内公认的高质量的机构LP。获得全国社保基金的投资对于私募股权基金管理人本身来说，不仅可以获得长期、大量的资金，而且可以有力地提升GP的影响力，对其以后的募资和投资带来积极的作用。

一、发展特点

社保基金是社会保险基金、社会统筹基金、个人账户基金（基本养老保险体系中个人账户上的基金）、企业年金（企业补充保障基金）和全国社会保障基金的统称，它是全国社会保障基金理事会管理的，由国有股减持划入资金及股权资产、中央财政拨入资金、经国务院批准以其他方式筹集的资金及其投资收益形成的由中央政府集中的社会保障基金。具有资金量大、期限长和流动性低的特点，因此也是私募股权基金理想的机构投资者。

社保基金的历史可以追溯到2000年8月，当时为筹集和积累社会保障资金，进一步完善社会保障体系，经党中央批准，国务院决定建立“全国社会保障基金”，并设立“全国社会保障基金理事会”，负责管理运营全国社会保障基金。2010年10月28日第十一届全国人民代表大会常务委员会第十七次会议通过的《中华人民共和国社会保险法》第七十一条规定：“国家设立全国社会保障基金，由中央财政预算拨款以及国务院批准的其他方式筹集的资金构成，用于社会保障支出的补充、调剂。全国社会保障基金由全国社会保障基金管理运营机构负责管理运营，在保证安全的前提下实现保值增值。”表8-1总结了全国社保基金的性质和投资理念的核心要点。

表8-1 全国社保基金核心要点概述

分类	具体介绍
性质和用途	属于社会保障储备基金，专门用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂
资金来源	中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式
直接投资方式	由社保基金会直接管理运作，主要包括银行存款、信托贷款、股权投资、股权投资基金、转持国有股和指数化股票
委托投资方式	委托投资管理人管理运作，主要包括境内外股票、债券、证券投资基金，以及境外用于风险管理的掉期、远期等衍生产品
投资理念	长期投资、价值投资和责任投资

截至2015年末，全国社保基金会管理的资产总额为19138.21亿元，其中直接投资资产8781.77亿元，占基金资产总额的45.89%；委托投资资产10356.44亿元，占基金资产总额的54.11%。境内投资资产18003.31亿元，占基金资产总额的94.07%；境外投资资产1134.90亿元，占基金资产总额的5.93%。

2015年初，经国务院批准，山东省政府与全国社保基金会签订了1000亿元基本养老保险基金结余的委托投资管理合同。2015年7月21日，经国务院批准，山东省确定将1000亿元职工养老保险结余基金委托全国社会保障基金理事会投资运作，分批划转，目前第一批100亿元已划转到位，其余基金正在归集。

待养老金委托投资办法出台后，养老金将开启多元化委托投资渠道。而在广东、山东两省的示范作用下，未来委托全国社保基金理事会投资运营养老金结余资金的省份将会快速增加。截至2015年末，全国社保基金会管理的基金权益17968.05亿元，其中，全国社保基金15085.92亿元，8个试点省（区、市）做实个人账户资金1149.25亿元，以及广东省和山东省委托资金1732.88亿元。

二、资产配置理念

发展至今，全国社保基金的投资理念为：坚持长期投资、价值投资和责任投资的理念，按照审慎投资、安全至上、控制风险、提高收益的方针进行投资运营管理，确保基金安全，实现保值增值。在此投资理念的指导下，全国社保基金确立了自己的资产配置体系，主要分为3个层次：战略资产配置、战术资产配置和资产配置的执行，如图8-2所示。

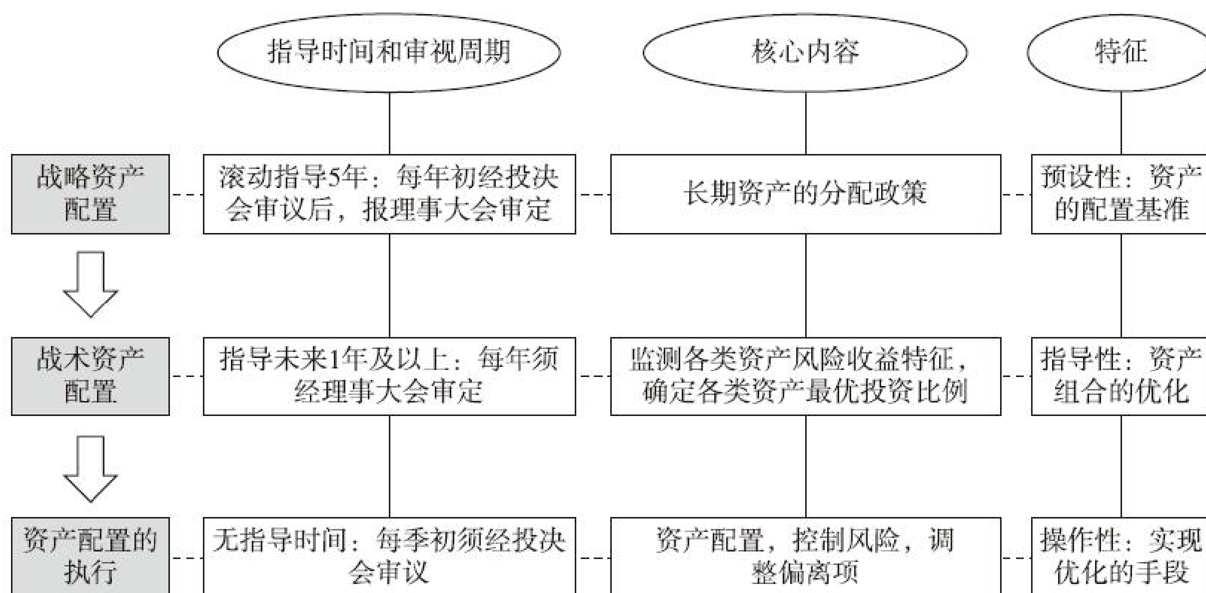

图8-2 全国社保基金资产配置体系

总结而言，战略资产配置是资产的配置基准，具有预设性；战术资产配置是资产组合的优化，具有指导性；资产配置的执行是实现优化的重要手段，具有操作性。

就整体投资收益而言，如图8-3所示，2015年，全国社保基金的权益投资收益额为2294.61亿元，投资收益率为15.19%。其中，已实现收益额2239.04亿元（已实现收益率16.52%），交易类资产公允价值变动额55.57亿元。基金自成立以来的年均投资收益率8.82%，累计投资收益额7907.81亿元。

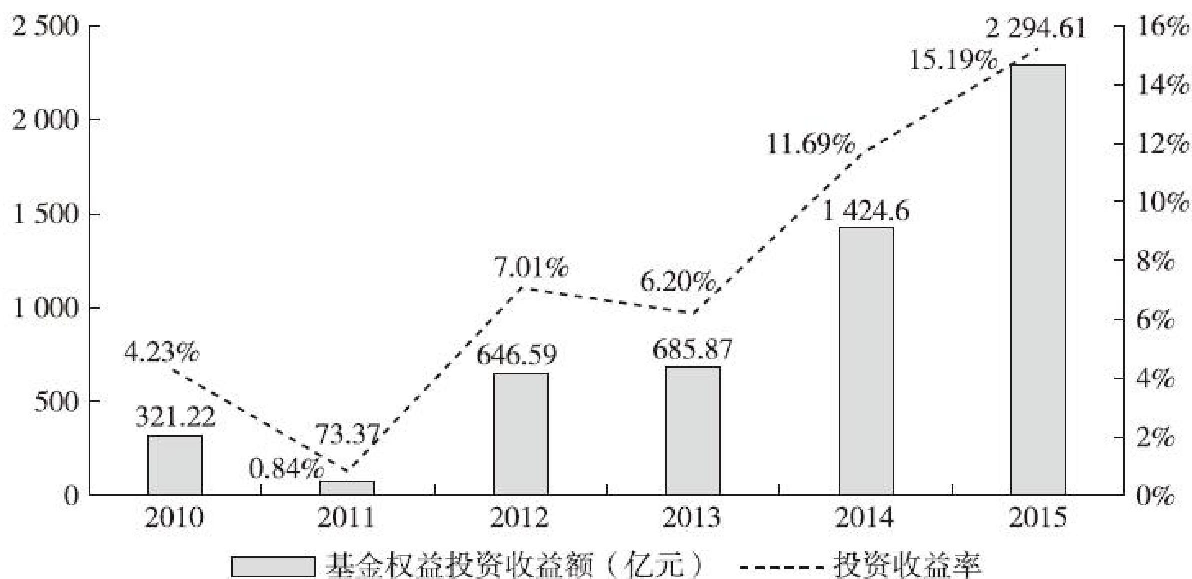

图8-3 全国社保基金整体权益投资收益情况

三、私募股权投资概况

全国社保基金从2004年开始投资股权投资基金。2008年4月，国务院批准全国社保基金投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金，总体投资比例不超过全国社保基金总资产（按成本计）的10%。此后，全国社保基金加快了配置股权投资基金的步伐。而对股权投资基金的资产配置，也为全国社保基金带来了较为可观的收益。

根据社保基金官方网站披露的信息，如图8-4所示，社保基金于2010年开始在年度报告中披露股权投资基金的收益情况，当年该值仅为3494万元。2015年，社保基金股权投资基金收益为34.37亿元，年均复合增长率为158%；同期社保基金的总收入年均复合增长率为141%。

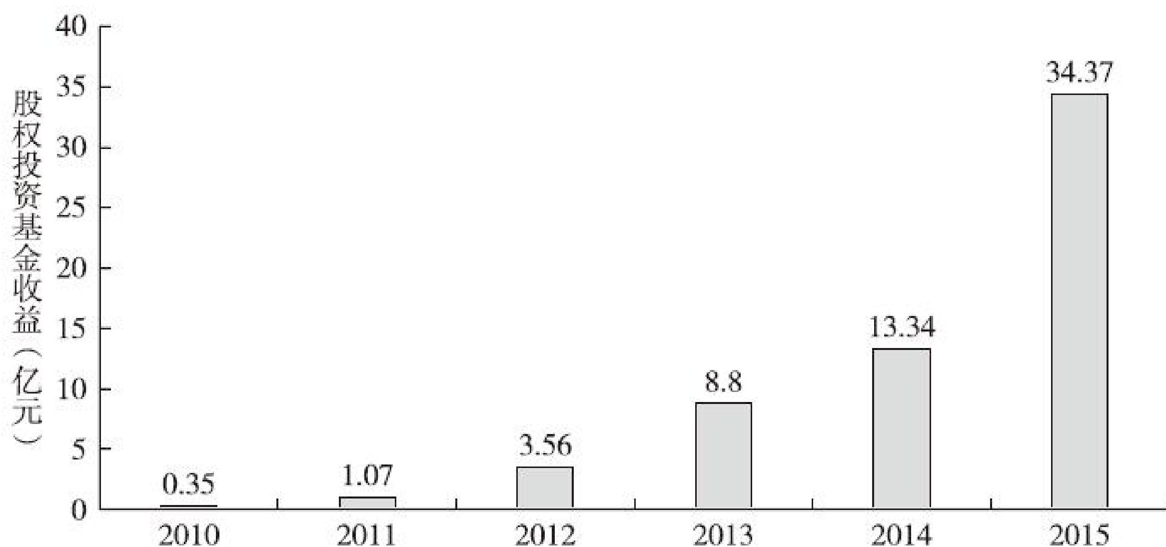

图8-4 全国社保基金股权投资基金收益情况

截至2015年底，全国社保基金管理的资产总额为19138亿元。因此，理论上全国社保基金可以拿出约1914亿元来投资股权投资基金。事实上，虽然全国社保基金在2008年后加大了对股权投资基金的配置力度，然而从目前来看全国社保基金对私募股权机构投资的金额远小于理论可投资金额。

四、投资特点和配置逻辑

2008年4月，国务院批准全国社保基金投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金。而在2013年6月，国务院与中央编制委员会将私募股权基金监督管理权划归证监会。2014年1月17日，中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）发布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，规定基金业协会办理私募基金管理人登记及私募基金备案，对私募基金业务活动进行自律管理。这意味着“国家发改委备案”这一私募股权机构获得社保基金投资的先决条件已不符合现在的监管政策。

目前全国社保基金对“国家发改委备案”这一硬性指标已经进行更改，新的规则已改为以完成基金业协会备案为准。如果将该“完成基金业协会备案”视为社保基金投资私募股权基金的硬性指标，其他软性指标主要包括：策略、团队、项目、业绩。出于坚持审慎投资、安全至上、控制风险、提高收益的投资方针，社保基金一般会聘请专业的第三方如咨询公司、审计公司等对拟投资的私募股权基金进行专业、细致的尽职调查。尽职调查主要围绕策略、团队、项目、业绩4个方面。例如，据相关媒体报道，在决定向弘毅投资第二期人民币基金出资30亿元前，社保基金委派专业人士历时近半年，分别对弘毅投资的江苏凤凰新华书业股份有限公司、中联重工科技发展股份有限公司等企业开展尽职调查，调查内容主要包括上述企业近年业绩增长速度是否符合预期、弘毅投资后续投资管理成效及投资企业获利退出的进展等。

根据全国社保基金官方网站披露的数据，目前社保基金已投资17家私募股权机构管理的超过20只股权投资基金，共向这些基金投资超过400亿元，如表8-2所示。

从全国社保基金所投资的私募股权机构来看，可以总结如下共同点：产业背景深厚、拥有明星投资案例和明星投资人。对社保基金来说，选择行业最优秀的GP，并围绕策略、团队、项目、业绩4个核心点进行专业、细致的尽职调查，在确保安全的前提下博取较大弹性的收益率，综合投资责任和业绩的多元角度，是其独特的投资策略。

表8-2 部分全国社保基金私募股权投资项目

年份	GP 名称	基金名称	产业背景	典型案例	负责人
2004	海富投资	中国—比利时直接股权投资基金			
2006	渤海产业基金	渤海产业投资基金			
2008	弘毅投资	天津弘毅投资产业一期基金	联想集团	中国玻璃、中联重科	赵令欢
2008	鼎晖投资	天津鼎晖股权投资一期基金	中金公司	蒙牛乳业、双汇集团	吴尚志
2009	中信产业基金	绵阳科技城产业投资基金	中信集团		吴亦兵
2010	联想投资	北京君联睿智创业投资中心	联想集团	科大讯飞、匹克体育	朱立南
2010	IDG 资本	北京和谐成长投资中心		A8 音乐、波司登、如家	周全

（续表）

年份	GP 名称	基金名称	产业背景	典型案例	负责人
2010	弘毅投资	北京弘毅贰零壹零股权投资中心	联想集团	凤凰传媒、石药集团	赵令欢
2011	鼎晖投资	天津鼎晖嘉尚股权投资合伙企业	中金公司	现代牧业、德邦物流	吴尚志
2011	宽带资本	天津诚柏股权投资合伙企业		世纪互联、久邦数码	田溯宁
2011	联想投资	天津君睿祺股权投资合伙企业	联想集团	易车网、高德	朱立南
2011	中信资本	中信资本（天津）股权投资合伙企业	中信集团	冠生园、哈药集团	张懿宸
2011	金浦投资	上海金融发展投资基金	上海国际		吕厚军
2012	新天域资本	天津新远景优盛股权投资合伙企业		重庆百货、华致酒行	于剑鸣
2012	赛富基金	北京赛富创业投资中心	软银	58 同城、汇源果汁	阎焱
2012	赛富基金	北京赛富弘元投资中心	软银	58 同城、汇源果汁	阎焱
2012	中信产业基金	北京中信投资中心	中信集团	盛运股份、快乐购	吴亦兵
2013	复星创富	上海复星惟实一期股权投资基金	复星集团	利亚德、陕鼓动力	梁信军
2013	中金佳成	中金佳泰（天津）股权投资基金	中金公司	开立科技、温氏食品	陈十游
2015	中国交建	中交建壹期基金	中国交建		
2016	南京扬子江	南京江北基础设施投资基金一期	扬子国投		

第二节 政府引导基金

从广义上来说，政府引导基金是由政府设立的政策性基金，政府产业引导基金、创业投资引导基金以及科技型中小企业创新基金等都属于引导基金。狭义上的政府引导基金主要是指政府创业投资引导基

金。自从2002年我国第一只政府引导基金中关村创业投资引导资金成立，政府引导基金在我国已经迈进第14个年头。发展至今，政府引导基金已经成为国内人民币基金的重要LP，不但成为主打国资旗号的基金出资人，市场化募资的机构也开始不断争取与引导基金的合作，凸显出我国政府引导基金在同类LP中的竞争优势。

一、发展历程

从发展历程来看，2002~2006年，中国创业投资引导基金的发展首先经历了探索起步阶段。2002年，中关村创业投资引导资金的成立标志着我国政府引导基金发展的开端。在2005年，在国务院十部委联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》中第一次出现引导基金的概念。

从2007年开始，政府引导基金进入快速发展阶段（2007~2008年）。在2008年，国家发改委联合财政部、商务部共同出台《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（以下简称《指导意见》），第一次对引导基金的概念进行了详细的定义。《指导意见》指出："创业投资引导基金（以下简称"引导基金"）是指由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域。引导基金本身不直接从事创业投资业务。"

根据《指导意见》的要求，引导基金应具备以下3个特点：

非营利性：引导基金是不以营利为目的的政策性基金，并非商业性基金。

不直接参与创业投资：引导基金"主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域"，其本身并不直接参与创业投资。

市场化、有偿方式运作：引导基金应按照市场化的有偿方式运作，而不是通过政府拨款、贴息等无偿方式运作。

2009年发展至今，政府引导基金进入了规范化设立与运作的发展阶段。2010年《政府性基金管理暂行办法》开始印发，之后中国先后发布《科技型中小企业创业投资引导基金股权投资收入收缴暂行办法》和《新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法》。这几个文件的颁布，为引导基金的设立和运行提供了实质性的法律指导。全国各地政府迅速地做出了反应和对策，不但很快设立了一批地方政府引导基金，还相应制定了一系列地方实施办法，引导基金进入一个繁荣时期。

随着一系列国家利好政策的出台，中国政府引导基金也从之前的缓慢增长开始呈现出全国遍地开花之势。在政府引导基金迅猛发展的当下，政府引导基金不再仅局限于作为撬动社会资本、扩大财政的杠杆，开始更多着眼于其作为杠杆的效果。2015年，财政部颁布了《政府投资基金暂行管理办法》等文件，对我国政府引导基金的发展进行了不断规范。

二、投资概况

根据投中研究院的数据，图8-5总结了中国政府引导基金的数量和相应规模的历年增长情况。截至2015年底，国内共成立457只政府引导基金，目标设立规模达1293.39亿元，平均单只基金规模为6.19亿元。

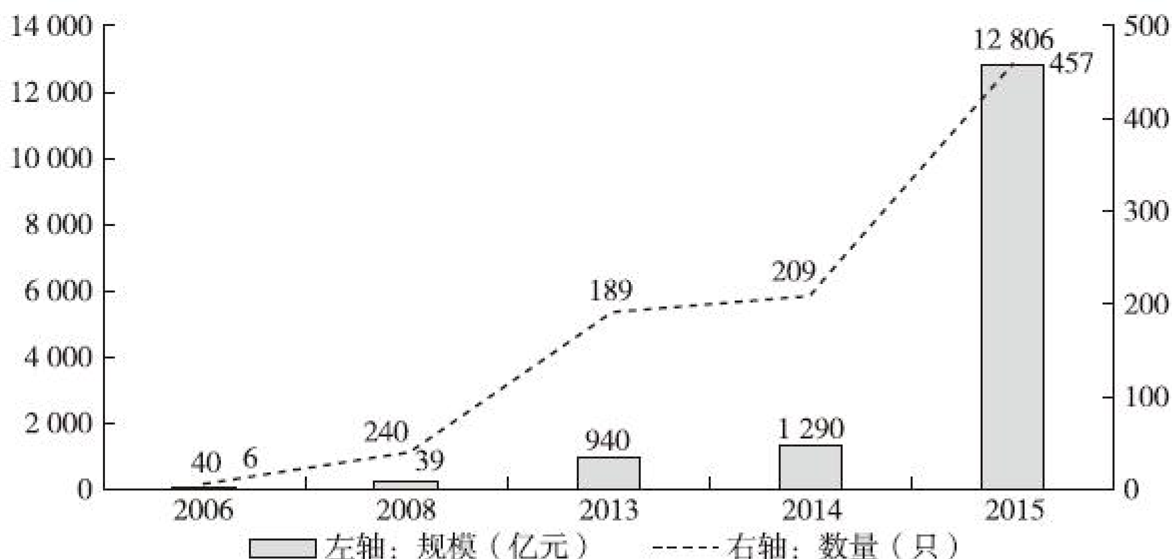

图8-5 中国政府引导基金数量和规模历年走势

图8-5展示了政府引导基金在中国各个地域的发展情况。从国内成立的引导基金分布来看，华北地区累计成立156只引导基金，目标设立规模高达到6425.4亿元，无论是数量还是目标规模，华北地区均跃居各地区之首。其次，华东地区和华南地区引导基金的设立也较为积极活跃，基金数量分别为131只和58只，基金规模分别为911.5亿元和943.4亿元。另外，值得一提的是华中地区和西北地区，两个地区整体的基金数量并不多，但地区基金规模均过千亿元，这主要依赖于地区内单只大规模引导基金的成立，如华中地区2000亿元规模的湖北长江经济带产业基金和西北地区1000亿元规模的新疆维吾尔自治区PPP政府引导基金。

从政府引导基金的设立情况来看，各地区都在如火如荼地设立引导基金，如图8-6所示。2015年新增引导基金数量最多的为华北地区，这一井喷式的爆发也使华北地区超越华东地区成为引导基金设立最多的地区。而作为引导基金设立最为密集的华东地区放缓了设立的脚步，虽然华东地区在2015年新增引导基金数量共计32只，位列本年新增引导基金数量第二名，但其增速相比于其他地区已大幅下降，仅为32.2%。作为政府引导基金起步较晚的中西部地区，近一年来也发展

迅猛，不断出现较大规模的引导基金，希望撬动更多的社会资本涌入当地，带动本地区的经济发展。

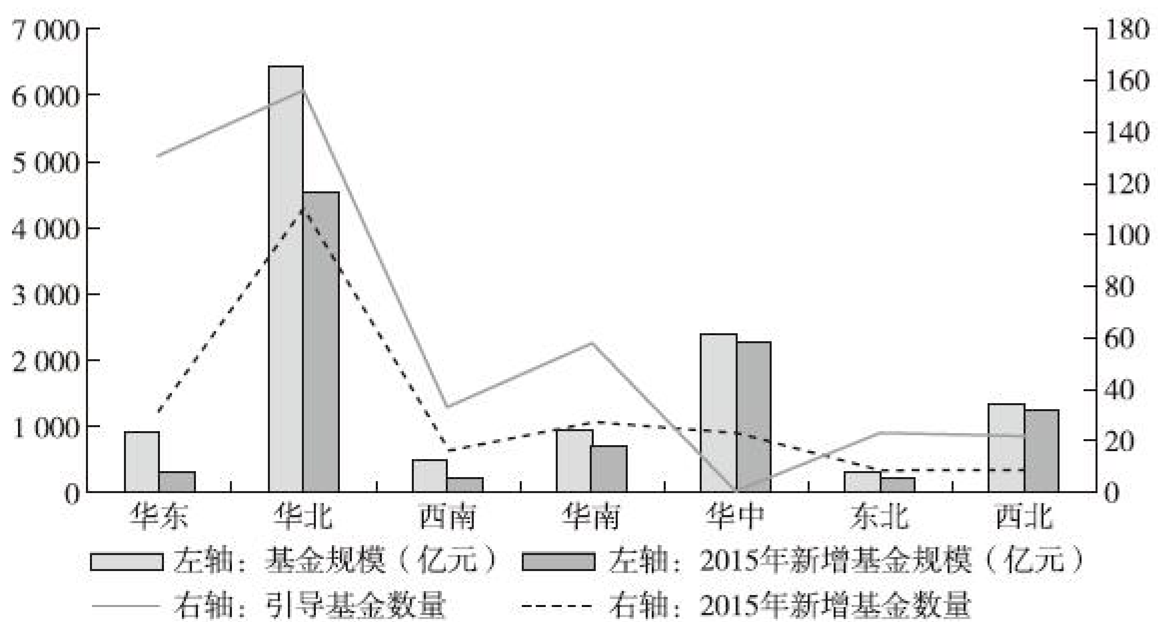

图8-6 政府引导基金在各地的分布情况

从2002年我国第一只政府引导基金成立，到今天成为国内人民币基金的重要LP。政府引导基金的快速发展核心在于政府对科技企业的扶持向市场化方向转变。在这一理念的推动下，政府参与创业风险投资基金的角色正在逐渐转变——由直接投资者转变为间接投资者，通过设立创业投资引导基金，引导更多的民间资本进入创业投资领域，充分发挥政府财政资金的杠杆放大作用。

除了政府管理理念的转变推动外，政府引导基金的快速发展的另一大原因在于其本身作为出资人具有的竞争优势。这种竞争优势主要体现在两大方面：一方面是不以营利为目的。这对于基金管理机构和其他社会LP具有较大的激励作用。目前，国内绝大多数引导基金都将“不以营利为目的”作为其运作的根本原则，即相对来讲政府引导基金作为LP成本较低。例如，山东省省级股权投资引导基金在管理办法中提到：“子基金的年平均收益率不低于子基金出资时中国人民银行公

布的一年期贷款基准利率的，引导基金可将其应享有子基金增值收益的20%奖励子基金管理机构。”另一方面，私募股权投资机构可以借助政府引导基金拓展更多的资源。这些资源包括：政府引导基金的信誉背书、地方政府的支持、借助政府获得金融机构的资金支持、政府掌握的项目资源以及借助政府拓展私募股权投资机构在当地企业的影响力等。

但是，由于政府引导基金作为非完全市场化的LP，在对私募股权进行投资时也具有一些限制条件。这些限制条件主要包括：

参股基金的注册地与投资策略限制：出于“政府引导”目的，引导基金对于参股基金的注册及投资策略有诸多规定。多数引导基金要求参股基金在本地注册，部分地市级引导基金仅要求基金注册于本省。例如，上海市创投引导基金甚至要求新参股设立的创投基金规模不少于2亿元（种子期基金规模原则上不少于1亿元）。

参股基金的投资范围限制：在投资区域上，多数基金要求参股基金主要投资于本地辖区，要求投资比例不尽相同。例如，北京市中小企业引导基金要求投资于北京市区域内创业期中小企业的资金额度不低于引导基金出资额的2倍；安徽省引导基金要求参股基金投向安徽省早期创新型企业的投资比例不得少于年投资总额的50%。

参股基金的投资阶段限制：在投资阶段方面，引导基金作为政府服务功能的一个载体，其服务中小企业发展的政策导向十分明显，因此，多数引导基金对于其参股基金投资中小企业的比例有明确要求，比如江苏省新兴产业创投引导基金、浙江省创投引导基金等要求投资初创期创业企业的投资额比例不得低于全部投资额的30%；湖北创投引导基金要求子基金投资于种子期、初创期、早中期投资对象的资金规模不得少于注册资本的60%。

三、投资方式和特点

目前来说，我国引导基金的主要运作模式有参股、跟进投资、风险补助、融资担保及投资保障等多种模式。

（一）阶段参股

阶段参股是引导基金目前的主要运作模式，是指引导基金向创业投资企业进行股权投资，并在约定的期限内退出，主要支持发起设立新的创业投资企业。在该模式下，引导基金按照创投母基金的方式运作，与创业投资机构合作成立子基金，然后子基金投向创业企业，在此过程中，引导基金不参与子基金的日常管理，仅仅充当出资占股角色。子基金中引导基金的认购比例一般不超过25%，且不能成为第一大股东。该运作方式能够通过发起设立创业投资基金引导民间资本投资初创期企业，从而起到政府引导基金的杠杆放大作用。

（二）跟进投资

跟进投资是指针对创业投资机构选定投资的初创期科技型中小企业，引导基金与创业投资机构共同投资。一般来说，创业投资机构在选定投资项目后或实际完成投资一年内，可以申请跟进投资。引导基金应按创业投资机构实际投资额50%以下的比例跟进投资，且每个项目投资额不超过300万元人民币。引导基金跟进投资形成的股权，委托与其共同投资的创业投资机构来管理。

（三）风险补助

风险补助是指引导基金对已投资于初创期科技型中小企业的创业投资机构予以一定的补助。《引导基金管理暂行办法》规定，引导基金按照最高不超过创业投资机构实际投资额的5%给予风险补助，补助金额最高不超过500万元人民币。风险补助资金主要用于弥补创业投资损失。

（四）投资保障

投资保障是指创业投资机构将正在进行高新技术研发、有投资潜力的初创期科技型中小企业确定为“辅导企业”后，引导基金对“辅导企业”给予奖励。《引导基金管理暂行办法》规定，引导基金可以给予“辅导企业”投资前资助，资助金额最高不超过100万元人民币，资助资金主要用于补助“辅导企业”高新技术研发的费用支出。

四、政府引导基金的未来发展趋势

经过10余年的快速发展，我国政府引导基金在制度建设和基金运作方面日益规范和完善。特别地，从2016年初开始，政府引导基金大批涌入了私募股权投资市场，投资规模得到了空前提升。这一方面是由于在“大众创业、万众创新”的背景下，新兴产业机构如雨后春笋般涌现出来，而政府引导基金对于新兴机构的运作既可以满足新兴机构对于募资端的需求，又可以通过对科技型机构的投资将先进的技术与高素质的人才吸纳到当地，带动当地的发展。另一方面，政府引导基金的发展放大了资金层面的作用，政府引导基金的资金投入可以有效调动其他基金的参与，活跃了整个创投圈的气氛，政府引导基金作为权益类投资市场的重要出资人，积极地带动了权益类投资的发展。

（一）政府服务

所谓“政府服务”是指对于政府引导基金，尤其是地方政府引导基金，由于其反映了地方政府引导地方产业发展的意图，因此引导基金的地域投向和行业投向依然会受到一定的限制。但是，随着改革的深入，地方政府在政府引导基金中不再仅仅充当出资人的角色，而是会围绕所投的子基金提供全方位的服务。

例如，哈尔滨市创业投资引导基金在多个层面协助子基金开展运作：如募资层面，依赖哈尔滨市创投的背景将引进的子基金GP与哈尔滨市、大庆市、鸡西市上市公司及高净值个人对接，帮助子基金募资；投资层面，将哈尔滨市的特色优势产业如生物医药、生命健康、

高端装备制造、绿色食品等领域的项目向子基金推荐，在股权融资达成的同时对接银行实现投贷联动。另外，引导基金成立专门的服务平台，为子基金管理团队提供优质的本地化增值服务。

（二）市场化

“市场化”是指政府引导基金将会在自身管理、基金筛选、激励机制甚至募资渠道等方面充分市场化。由此可将基金交给专业团队管理，摆脱行政干预，用制度保障引导基金运作的公正、公开和透明。其主要包括3点：

产品化：包括募资多元化以及结合大资管趋势并利用多元金融工具，实现产品结构设计灵活化。

专业化：包括投资团队独立化，投资流程、运行体系制度化以及激励机制市场化。

产业化：结合优势重点产业投资，强化产业布局与项目跟投能力。

第三节 保险公司

与社保基金相同，保险公司资金量大、期限长、流动性较低，是私募股权基金理想的机构投资者。但相比社保基金，险资成为私募股权基金的LP起步较晚。纵观近几年险资投资PE的历程，可以发现，这是一个监管政策不断放开、保险资金运用深入市场化的过程。

一、发展历程

作为资本市场的重要组成部分，近10年，得益于中国宏观经济的快速发展以及保险业制度的一系列创新，中国保险业获得快速发展，

如图8-7所示。根据保监会披露的《2015年保险统计数据报告》，截至2015年底，保险公司总资产达12.4万亿元，较年初增21.66%。其中，产险公司总资产为1.85万亿元，寿险公司总资产为9.93万亿元，再保险公司总资产为0.52万亿元，资产管理公司总资产为0.04万亿元。

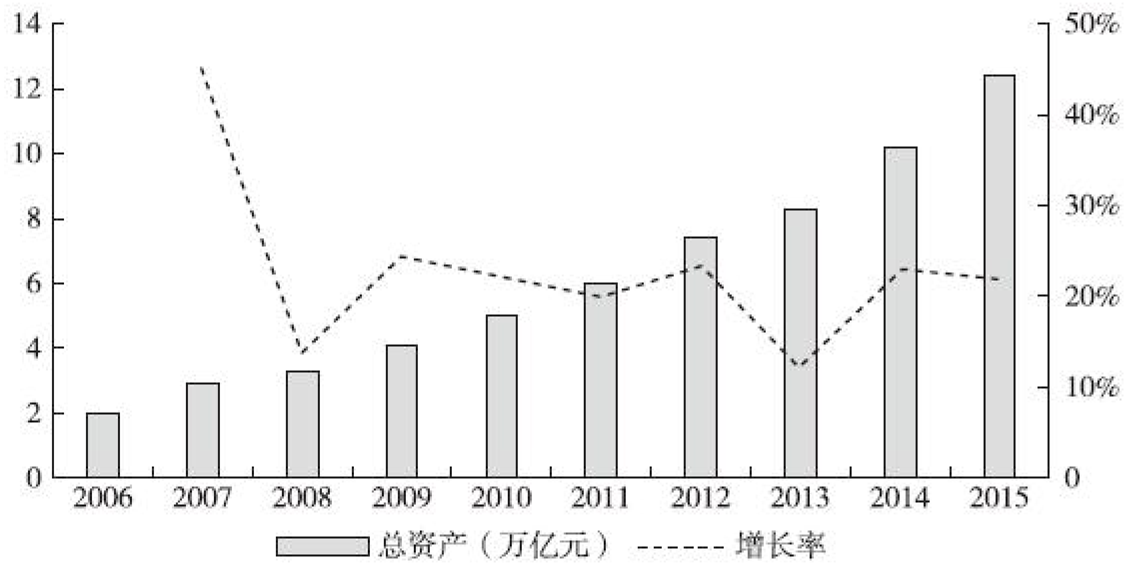

图8-7 中国保险行业总资产规模发展概况

保险的核心是利用大数定律等保险原理来实现风险转移和资产配置，这种特性使得保险资金具有长期性、利率敏感性和最低收益要求3个特点。保险投资的核心是基于保险资金的特点进行资产负债管理。

我国保险行业的资产配置基本是以2012年为分水岭，如表8-3所示。在2012年以前，由于受到监管政策的限制，保险投资渠道狭窄，保险投资品种非常有限，导致保险资产配置比较单一。保险资产配置集中于银行存款和传统公开市场债券，在有些年份占比甚至超过80%。单一的资产配置带来的是保险资金运用收益率低。剔除2007年大牛市对业绩数据的扰动因素，2001~2012年保险行业平均投资年化收益率为3.86%，同期5年定期存款利率的均值为4%。低投资收益率难以覆盖保险负债成本，给保险行业的发展带来很大的困境。因此，放宽

保险资金的投资范围，提高保险资金的市场化运用比例，成为整个保险行业的核心诉求。

表8-3 保险公司投资范围演进

时间	投资范围
1995～1999	银行存款、国债、金融债券
1999～2004	银行存款、国债、金融债券、基金
2004～2006	银行存款、国债、金融债券、基金、股票
2006～2010	银行存款、国债、金融债券、基金、股票、间接投资国家基础实施项目、不动产
2010～2012.3	银行存款、国债、金融债券、基金、股票、间接投资国家基础实施项目、不动产、私募股权
2012.3至今	银行存款、国债、金融债、企业（公司）债、基金、股票、直接或间接投资国家基础建设项目、不动产、私募股权、股指期货、金融衍生产品、海外投资、商业银行理财产品、银行业金融机构信贷资产支持证券、信托公司集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、保险资产管理公司基础实施投资计划、不动产投资计划和项目资产支持计划

2012年以来，监管部门持续推进保险资金运用的市场化改革，颁布了一系列新的政策，不仅放宽了保险资金的投资范围，同时亦赋予保险公司更多的投资自主权。在政策频现利好的契机下，保险公司也加快了对创新产品和新渠道的投资力度，集合资金信托计划、基础设施债权投资计划、股权投资计划、投资性房地产等非标产品在保险资金的配置比例快速提升。投资品种、投资渠道的增加以及近两年股市的走牛也使得保险资金运用收益率得到显著提升，如图8-8所示。

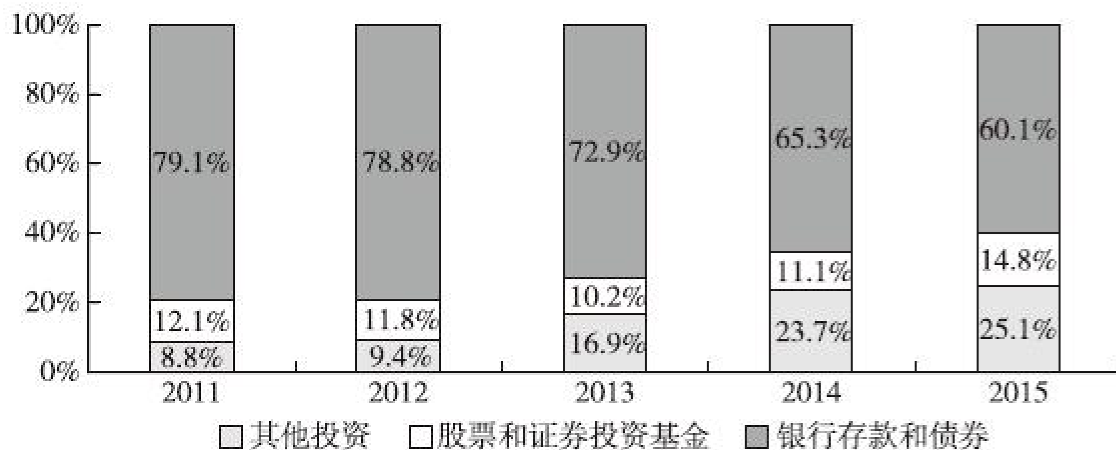

图8-8 中国保险行业资产配置概况

二、私募股权投资政策的放开

与保险资金运用整体的监管政策类似，保险投资私募股权基金的监管也是一个逐步放开、不断市场化的过程。

表8-4所示，保险资金从原来的只允许投资二级市场到可以投资一级市场，再到现在的创投基金，投资范围正一步步放开。

表8-4 保险公司投资私募股权基金政策概览

时间	机构	政策名称	投资私募股权相关规定
2010.9	保监会	《保险资金投资股权暂行办法》	允许保险公司投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品，险资投资PE开闸
2012.7	保监会	《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》	明确了险资投资PE，包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金和相应母基金；将投资未上市企业股权、股权投资基金账面余额由两项合计不高于本公司上季末总资产的5%调整为10%
2014.8	国务院	《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金
2014.12	保监会	《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》	保险资金可以投资创业投资基金
2015.9	保监会	《关于设立保险私募基金有关事项的通知》	支持保险资金设立成长基金、并购基金、新兴战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创投基金及相关母基金

2010年9月，保监会发布《保险资金投资股权暂行办法》，允许保险公司投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品。保险资金投资私募股权首度开闸。根据《保险资金投资股权暂行办法》和2012年7月保监会下发的《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，保险资金在投资股权投资基金时，保险资金投资股权投资基金的投资规模不高于该基金资产余额的20%。对基金管理机构资格的规定，主要包括如下几点：

注册资本或者认缴资本不低于1亿元人民币。

管理资产余额不低于30亿元。

拥有不少于10名具有股权投资和相关经验的专业人员，已完成退出项目不少于3个。

募集或者认缴资金规模不低于5亿元。

保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不得实际控制该基的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益。

2014年12月15日，保监会下发了《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》，为支持创业企业和小微企业健康发展，保险资金投资风险投资基金开闸。风险投资基金母基金首次被纳入险资可投资范畴。与保险资金投资股权投资基金类似，保险资金投资单只创业投资基金的余额也不超过基金募集规模的20%。其他对基金管理机构资格的规定，主要包括：

具有5年以上创业投资管理经验，累计管理创业投资资产规模不低于10亿元。

拥有不少于5名专业投资人员，成功退出的创业投资项目合计不少于10个。

保险资金投资的创业投资基金，应当不是基金管理机构管理的首只创业投资基金。

单只基金募集规模不超过5亿元。

单只基金投资单一创业企业股权的余额不超过基金募集规模的10%。

2015年9月11日，保监会正式印发《关于设立保险私募基金有关事项的通知》，规范保险私募基金设立等行为，支持实体经济发展。该文件对保险私募基金进行了具体规范：一是明确基金类别和投向，支

持险资设立成长基金、并购基金、新型战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创业基金及相关母基金，重点投向重大基础设施、互联网金融等国家支持的产业和领域。二是建立规范化的基金治理结构，基金管理人可以由基金发起人、资产管理机构及其下属机构担任。三是明确市场化运作机制，规定资产管理机构及其关联方持股基金管理人比例，以及基金发起人及其关联方认缴基金比例不低于30%。四是贯彻“放管结合”原则，对险资设立私募基金实行注册制度，建立相关负面清单制度，建立保险机构和保险基金发起人之间的隔离制度。对基金管理机构资格的规定，主要包括：

保险资产管理机构及其关联的保险机构在下属机构股权占比合计应当高于30%。

核心策划人员不少于3名，且具有8年以上相关经验。

团队已完成退出项目合计不少于3个。

三、私募股权投资现状

保险公司资金量大、期限长、流动性较低的特点使其一直是私募股权争先募资的理想对象。保险资金的市场化改革更是使得保险资金的运用进入了全面资产配置的时代。基于资金量大、期限长、流动性较低的特点，保险公司在基础设施、非上市股权、不动产等另类投资领域的资产配置具有较大的竞争优势。

就目前的发展来看，保险公司进行私募股权投资得到了国家政策上的鼓励。新“国十条”中，一方面提出鼓励保险资金通过股权、债权、基金、资产证券化等形式支持新兴产业的发展，支持重大民生工程和国家工程的建设。另一方面“国十条”提出“放开前端，管住后端”监管理念，不断放宽投资领域和方式等前端限制，把监管重点放在后端，包括细化保险风险、市场风险、信用风险的定量资本要求，以

及增加包括操作风险、流动性风险在内的定性监管。可以看出，险资投资在“国十条”背景下运用空间得到了拓宽，但同时针对险资投资的风险把控方面也做出了更加严格的规范。

保险业在国务院“国十条”等政策红利释放后，2015年保险全行业实现投资收益7803.6亿元，同比增长45.6%，保险资金投资收益率7.56%。图8-9展示了近10年来保险资金运用收益率的变动情况。

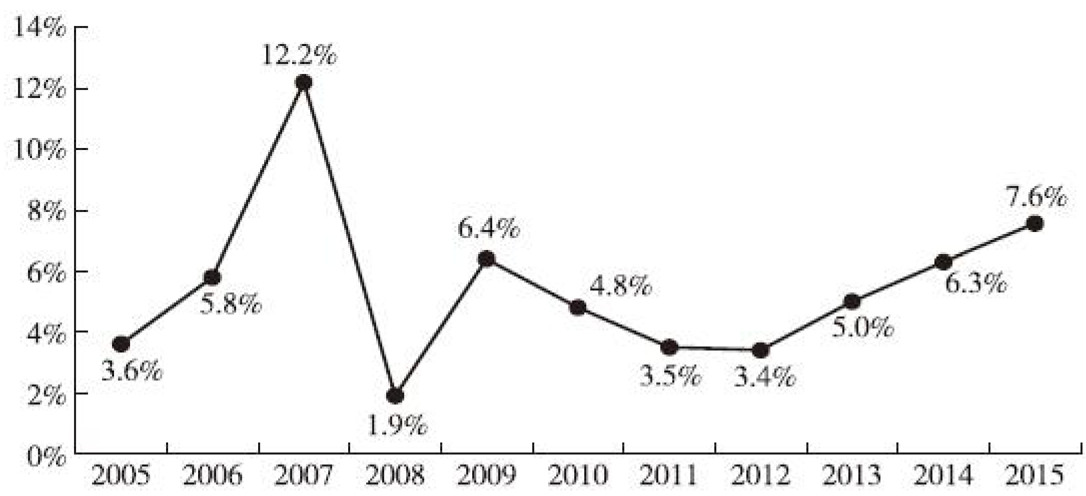

图8-9 中国保险资金运用收益率概况

而随着保险资金运用监管政策的不断放开，市场对保险资金投资PE充满期待。根据保监会2012年7月发布的《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，保险机构10%的总资产可用于投资未上市企业股权、股权投资基金等相关金融产品。截至2015年上半年，保险总资产为11.43万亿元。按照监管政策，保险机构可将1.14万亿元的险资配置于未上市企业股权、股权投资基金类资产。

2012年，中国人寿出资16亿元认购弘毅投资的二期人民币基金，成为国家放开险资投资私募基金后，保险公司投资私募股权基金的首单。根据保监会披露的数据，截至2015年6月末，保险业资金运用余额为10.37万亿元。其中以集合资金信托计划、基础设施债权投资计划、股权投资计划、投资性房地产等非标产品为代表的另类投资资金为2.6

万亿元，占比25.05%。然而，保险公司向私募股权机构投资的总额仅为650亿元，在1.14万亿元险资可配股权资产中占比仅为5.7%。可以看出，虽然私募股权机构对险资作为LP充满期待，但保险公司投资私募股权的步伐却依然不是特别快，远低于市场预期，主要原因有以下几点：

过去的政策对保险资金的运用设置了较高的门槛，虽然监管政策在不断放开，但目前来看保险资金运用处在政策宽松初期。

大型保险机构自身在资金、渠道、资源以及投资能力上具有很强的优势，更倾向于进行大型基础设施、不动产类、养老等直接股权投资，希望通过直接投资、主动管理获得更高的投资收益。

保险机构内部的一些非市场化因素对险资投资私募股权形成干扰。比较典型的是激励考核机制，由于投资周期长，通常为7~8年，有的甚至达到12年才能退出。这就与机构领导的任期以及上市公司的当期业绩形成“长期与短期”之间的利益冲突，这一点在国企里尤其突出。

四、私募股权投资特点和趋势

就投资风格和特点而言，中国不同规模的保险公司在对私募股权进行投资时呈现出不同的偏好。一方面，大型保险机构基于自身资金、渠道、资源、人员配置以及投资能力的优势，更倾向于进行直接股权投资。尤其是在2012年7月，保监会发布《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》，将保险资金直接股权的投资范围，从以前的“保险类企业、非保险类金融企业以及与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务”扩大到“能源企业、资源企业以及与保险业务相关的现代农业企业、新型商贸流通企业的股权”。实际上，由于保监会的行业划分并不属于标准的行业划分，很多行业都可以归结为能源、资源、现代农业、金融、汽车、医疗等，因此上述行业基本覆盖了大多数行

业。投资范围的放开使得大型保险机构更加倾向于利用自身资源进行直接股权投资。另一方面，中小型的保险机构由于自身资源以及投资能力有限，更加倾向于对股权基金进行配置。其中，有些保险机构在投资股权基金时会要求PE机构提供一些较好的项目跟投机会，把“股权基金+跟投”作为一种配置策略。

此外，近两年，险资投资在对股权基金进行资产配置时呈现出两个新的趋势：第一，保险资金将增加对风险投资基金的配置需求。随着2014年12月政策的出台，保监会对险资投资风投基金放开以及私募股权投资阶段的前移，保险机构将会增加对风投的配置需求，从而实现对股权投资产业链的基本覆盖。基于创投基金的规模普遍较小，且政策规定拟投基金规模不超过5亿元，拟投规模不超过20%，这意味着单次投资最多1亿元，因此对风投的配置在中小型保险机构上会体现得更明显一些。此外，基于险资资金量大的特点，风投母基金在险资的配置上会迎来较好的机会。第二，保险资金在加快对海外股权投资基金的配置。同样在对海外进行资产配置时，不同的保险机构策略是不同的。有资源、实力强的大型保险机构在海外进行股权投资时既有直接股权投资，又有与海外知名私募股权机构合作或者直接投资海外知名PE机构。而规模较小的保险机构出于对海外市场、政治、法律风险的考虑，更加倾向于对海外的股权投资基金进行投资，包括从海外成熟的PE二级市场上接盘一些基金。

总体来看，基于各种限制因素，险资对股权投资基金的配置目前是低于市场预期的。但是，目前一些保险机构加大了对债券基金、夹层基金的投资，从而可以在确保安全的情况下，缩短投资期限。未来，随着保险机构对股权投资基金更加深入的了解，以及找到合适的评估险资配置私募股权投资业绩的方法和考核机制，保险公司对股权投资基金的配置比例也会逐步增加。

【扩展阅读】

中国人寿保险集团

作为中国资本市场最大的机构投资者之一，中国人寿保险（集团）公司及其子公司构成了中国最大的商业保险集团。截至2014年，其营业收入为5375.83亿元，总保费收入达到4069.34亿元，境内寿险业务市场份额为27.02%，总资产达到27467.95亿元。

与此同时，国寿投资控股有限公司（以下简称“国寿投资”）2015年经营业绩再创新高，公司积极推进落实“大资管、大健康、大养老”发展战略，在直接投资、不动产投资、养老养生投资、基础设施投资等多个领域全面发力，另类投资资产管理规模跃上千亿元大关，达1261亿元，净利润突破16亿元。

（一）集团概述

中国人寿保险（集团）公司属国有大型金融保险企业，总部设在北京。公司前身是成立于1949年的原中国人民保险公司，1996年分设为中保人寿保险有限公司，1999年更名为中国人寿保险公司。2003年，经国务院同意、中国保险监督管理委员会批准，原中国人寿保险公司进行重组改制，变更为中国人寿保险（集团）公司。集团公司下设中国人寿保险股份有限公司、中国人寿资产管理有限公司、中国人寿财产保险股份有限公司、中国人寿养老保险股份有限公司、中国人寿电子商务有限公司、中国人寿保险（海外）股份有限公司、国寿投资控股有限公司以及保险职业学院等多家公司和机构，业务范围全面涵盖寿险、财产险、养老保险（企业年金）、资产管理、另类投资、海外业务等多个领域，并通过资本运作参股了多家银行、证券公司等其他金融和非金融机构。

中国人寿保险（集团）公司已连续13年入选《财富》全球500强企业，排名由2003年的290位跃升为2015年的94位；连续8年入选世界品牌500强，2014年位列第233位；所属寿险股份公司继2003年12月在纽约、中国香港两地同步上市之后，又于2007年1月回归境内A股市场，成为内地资本市场“保险第一股”和全球第一家在纽

约、中国香港和上海三地上市的保险公司，目前已成为全球市值最大的上市寿险公司。

中国人寿恪守“以客户为中心、以基层为重心、以价值为核心”的经营理念，积极承担行业和社会责任，努力成为“行业领先、客户青睐、最具价值”的公司，奋力打造国际顶级金融保险集团。

（二）另类投资布局

国寿投资成立于2007年年初，总部设在北京，是中国人寿保险（集团）公司旗下的专业另类投资管理公司。

公司注册资本37亿元，自有资产规模超百亿元人民币，目前拥有控股企业十余家，投资范围涵盖不动产投资、股权投资、养老养生投资及资产管理等领域，投资项目分布海内外。公司管理资产规模逐年迅速增长，如图8-10所示，2015年已突破千亿元达到1261亿元，跻身国内管理资金规模最大的另类投资公司行列。

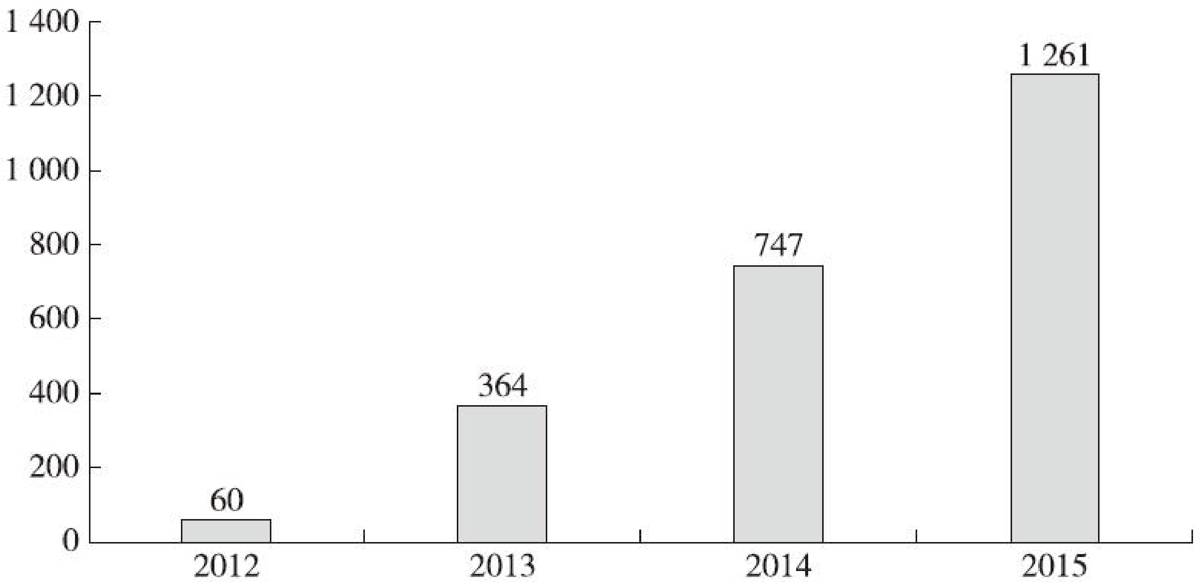

图8-10 国寿投资历年管理资产规模

（三）私募股权投资策略

股权投资业务是国寿投资最重要的业务单元之一，主要从事保险资金和其他合格投资者资金的未上市企业股权以及以股权为基础

资产的金融产品的投资管理及投资顾问工作，可以综合运用直接股权投资、间接股权投资以及债权投资等多种投资工具和形式，为被投资企业提供资本支持，并依靠中国人寿的综合优势，为被投资企业提供增值服务。按照保监会最新政策，国寿目前可用于股权投资额度达数千亿元。

自2013年起，国寿投资建立了完善的股权投资管理体系和一支具有丰富投资经验的投资团队，出色完成多项境内外优质股权项目投资。

（四）私募股权投资案例

2015年，国寿投资牢牢把握新经济增长点和混合所有制改革投资机遇，探索境外市场投资机遇，获得了诸多成功投资案例。具体而言，主要包括通过设立国寿大健康基金构建“大健康”的生态体系和对多家国内外领先企业优质股权的直接投资。

加快构建“大健康”生态体系，主要包括：

国寿大健康基金成功获批，成为业内首只保险私募股权投资基金，中国人寿大健康战略迈出重要一步。

投资中国香港最大的上市连锁门诊机构康健国际，基因检测领域排名前三的华大基因和安诺优达，实质性进入健康医疗领域。

在河南、山东投资2家三甲医院，在医疗服务布局上实现重大突破。

探索“保险+医疗”业务模式，促成医疗资源与保险主业在多个领域的对接。

国内外领先企业优质股权直接投资包括：

130亿元投资邮储银行，中国人寿成为其最大境内的战略投资者和唯一一家保险机构股东。

投资国药租赁公司，成为其并列第一大股东；投资国内互联网金融龙头企业蚂蚁金服。

投资全球领先的共享经济领导品牌优步（Uber）。

继续加大与TPG在项目投资方面的合作，推动境外优质股权资产配置。

第四节 上市公司

企业投资者是中国本土LP的主要组成部分，也是最活跃的参与者。综合投中研究院和清科研究中心的数据组成统计分析，可以发现，企业投资者在境内LP群体中占比达60%以上，依然是目前创业投资及私募股权投资基金募资的主要来源。

一、历史沿革

早期的企业投资者作为LP发起或者投资股权基金主要基于两点：一是基于自身主营业务战略考虑和产业链整合需要。如大型央企通过发起或投资较大规模的产业基金作为自己的战略投资工具和资本运作平台。这方面的案例有航空工业集团发起设立的航空产业基金、大唐电信发起的物联网产业投资基金等。也有一些民营企业借助投资产业基金来获得政府的支持以及间接进入国家禁止或者限制民营资本进入的行业。二是在创业板推出带来的财富效应下，企业投资者尤其是民营企业投资者投资私募股权来分享Pre-IPO策略带来的巨大收益。

2011年硅谷天堂与大康牧业合伙成立产业基金开创“上市公司+PE”先河，这一模式迅速被上市公司和PE联手复制。2013年至今，在国内A股IPO一度暂停或者发行缓慢的情形下，国内并购市场迎来新的发展阶段，并购数量和并购金额大幅攀升。伴随着中国并购市场的风起云涌，“上市公司+PE”式产业基金在并购的大潮中也进入井喷行情。与此相对应的是，企业投资者发起或投资股权基金也进入了一个

新的阶段，“上市公司+PE”式产业基金成为企业投资者作为LP的主要形式。

二、类型特点

“上市公司+PE”式产业基金，本书将其定义为A股上市公司与PE共同成立基金（基金形式主要为有限合伙企业，同时还有部分有限责任公司或者资产管理计划），用于对新兴行业或者固定项目进行股权投资，基金退出方式主要包括上市公司收购、IPO、股权转让、股权回购等多种方式。

“上市公司+PE”式产业基金的投资主题包括创业投资、成长投资、并购、项目、房地产基金以及其他类别等。其中，“上市公司+PE”式产业并购基金最受市场关注。其简化的运作流程为：首先，上市公司与私募股权机构共同出资成立并购基金，私募股权机构担任GP，上市公司为LP。其次，并购基金所需其余资金由GP负责向外部融资，由GP主要负责并购基金的项目筛选调查、投资等资本运作。最后，待所投项目成熟时由并购基金转让给上市公司，从而完成获利退出。

上市公司参与产业基金分为两种，一种为上市公司主导，指所成立产业基金的基金管理人或者GP为上市公司或其旗下企业。在这种类型的“上市公司+PE”的合作中，外部私募股权公司更多的是作为简单的融资方。另一种为外部私募股权公司主导，指所成立产业基金的基金管理人或者GP，成为与上市公司无关联的私募股权机构。在这种类型的合作中，外部私募股权公司作为产业基金的主导方，起到资源的整合作用。

根据投中研究院的数据，如图8-11所示，从2014年至2016年，通过“上市公司+PE”模式设立的基金案例超过了250个，基金总规模达

2000亿元。从主导的主体类型来看，外部PE主导的产业基金共计312只，基金目标规模1978.50亿元，上市公司拟出资金额324.06亿元。

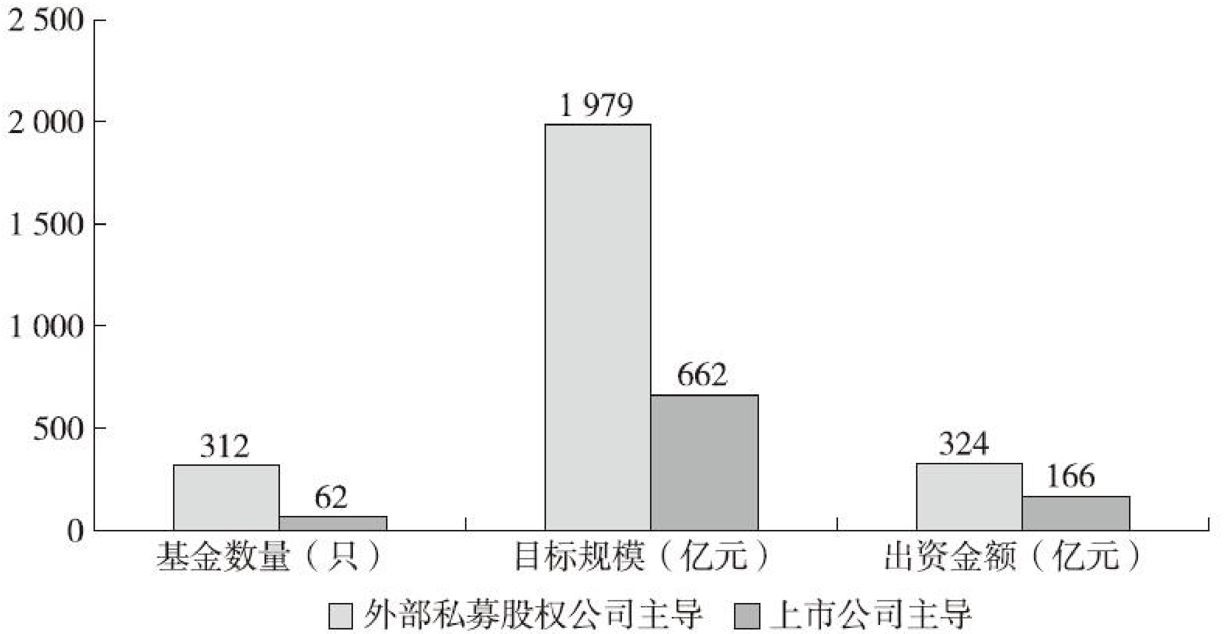

图8-11 中国上市公司参与产业基金合作主导类型

由此可见，外部私募股权公司主导的产业基金为“上市公司+PE”合作中的主体类型。本书将主要针对第二种，即将外部私募股权公司主导的产业基金作为重点研究方向，后续部分如无特别说明，所指皆为外部私募股权公司主导的产业基金。

三、发展趋势

“上市公司+PE”模式的首次运用是2011年9月硅谷天堂与大康牧业的合作中。此后，这种新兴模式被越来越多的机构模仿，并在2014~2015年达到了高潮。

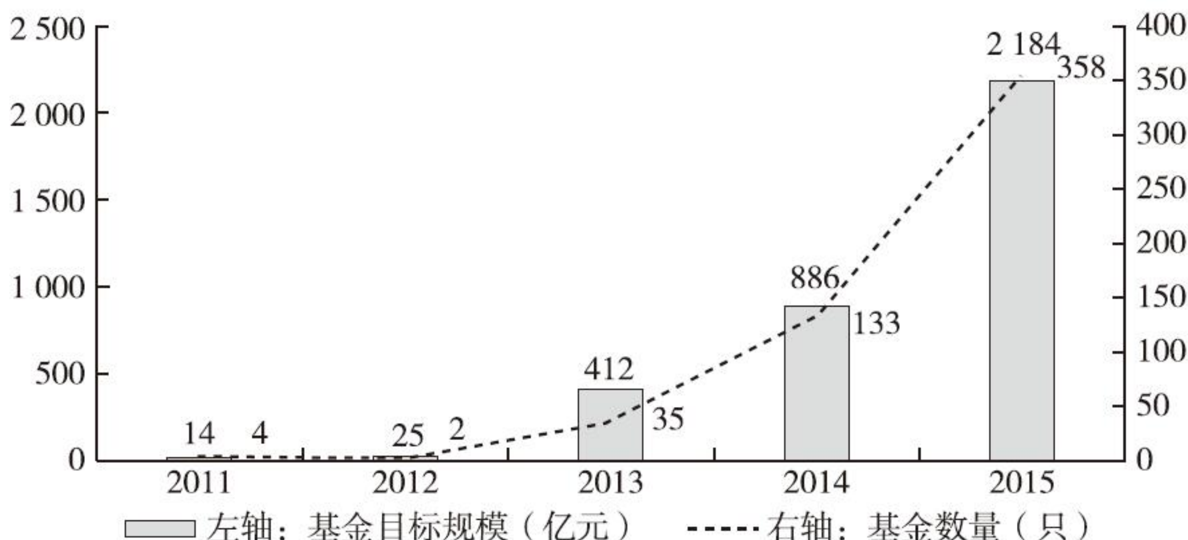

图8-12 上市公司参与产业基金规模走势

自2013年起，中国开始进入“上市公司+PE”式产业基金的密集成立期，2014~2015年已经成为爆发式增长时期，如图8-12所示。

从投资主题来看，在“上市公司+PE”这一模式中，无论基金宣布其定位是并购基金、风投基金还是成长基金，事实上，各基金的首要目标都是围绕上市公司的收购战略，区别主要在于投资标的的发展阶段不同。此外，一部分基金将引入政府引导基金作为LP，体现出上市公司、地方政府以及私募股权三者之间的共赢点。还有部分基金设立为新三板股权投资基金，专注于新三板的投资并购机会。

此外，在“上市公司+PE”模式中，上市公司主要以LP的身份进行出资，其余资金一般由PE机构对外募集。这一模式可以使得上市公司获得一定的资金杠杆，用于产业并购。根据现有数据估算，“上市公司+PE”式产业基金的平均杠杆倍数为5.5，具体上市公司参与产业基金杠杆倍数分布如图8-13所示。

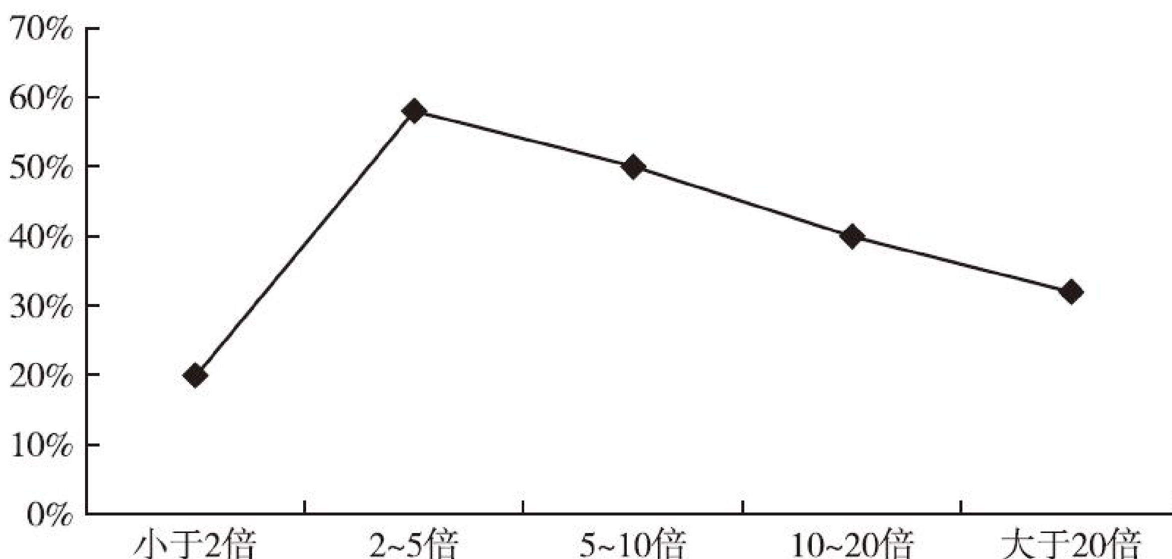

图8-13 上市公司参与产业基金杠杆倍数分布

近年来，“上市公司+PE”合作模式的快速发展的主要原因有两个方面。一方面从上市公司的角度来看，传统行业希望通过并购实现转型升级，新兴行业则希望通过并购掌握最新的技术、产业动态，实现产业链的完整布局。同时，2013~2014年二级市场尤其是创业板和中小板的大牛市行情使得这些板块上市公司的估值处在高位，从而推动上市公司通过并购享受一二级市场的估值差套利。此外，上市公司通过IPO或者定增等具有一定的资金储备，为并购提供支持。另一方面，从私募股权机构的角度来看，由于IPO发行率低，私募股权先期投资的大量项目面临基金到期、项目退出的压力，寄希望将项目出售给上市公司实现退出。与此同时，传统Pre-IPO投资失落，本土私募股权公司投资被迫转型，寻找新的投资方法。此外，由于募资困难，“上市公司+PE”这一模式由于有上市公司作为隐性背书，对外募资相对容易。

然而“上市公司+PE”模式在2015年经历了井喷现象之后，2016年该模式明显发展放缓，并且随之产生的是一系列问题。比如，“上市公司+PE”模式第一案例硅谷天堂与大康牧业的合作于2015年10月后宣告破产，最终硅谷天堂要求大康牧业完成对武汉和祥牧业发展有限公司91.63%的股份收购，并支付给硅谷天堂6141.87万元收购款，22.69万

元利息以及484.74万元利润分红损失。此外，在“上市公司+PE”案例中，约有半数以上在首次公告后带来股价上涨效应，但之后的表现并没有出现实质性影响。

作为一种新兴的模式，“上市公司+PE”在近几年经历了由盛而衰的转变。该模式在一定程度上确实可以实现上市公司与私募股权投资机构双方的资源互补，但与此同时所暴露出的负面影响也是不容忽视的，尤其是相关内幕交易、市场操纵和利益输送等行为。

究其原因，一方面是因为与上市公司所合作的私募股权投资机构的能力较弱，无法充分整合外部的项目和资金资源，由于PE机构还同时掌管着其他基金，所以缺乏专职的团队管理。另一方面，上市公司与私募股权投资机构在合作的过程中，虽然起初双方的出发点都是针对收购标的，有着相同的目标与利益。但是，在接下来的过程中，私募股权投资机构希望溢价出售标的，但上市公司却希望低价收购，此时会存在对价现象。由于希望低价收购标的，部分上市公司会在收购的前一年对业绩进行处理，到第二年再对业绩进行释放，然而该做法会与私募股权投资机构的利益相冲突。此外，该模式本身的运作方式不利于项目的并购操作。一般来说，上市公司直接对项目进行收购是最好的方式，而先通过基金公司投资再由上市公司来收购这一过程会非常烦琐，在过程中也容易出现问题。与此同时，部分上市公司进行“上市公司+PE”这种模式的原因是为了借产业并购的名义而进行市值管理、内幕交易甚至操纵股价，因此会广泛地引发争议。

作为一种新兴模式，“上市公司+PE”的并购重组产业模式还未成熟，在该模式从初期走向更加成熟的过程中，监管制度的完善非常重要。未来上市公司与私募股权投资公司将真正围绕上市公司产业链整合、产业升级的核心诉求，通过“上市公司+PE”这一模式为上市公司创造价值，从而使得双方获得价值改变、价值提升以及价值创造带来的效益。

第五节 其他机构

本章前述4节主要针对全国社保基金、保险公司、上市公司和政府引导基金等中国本土的主要LP主体进行了阐述。除了这些类别之外，本节将针对母基金、大学捐赠基金以及高净值个人等新兴LP主体的发展历程和投资特点进行分析。

一、母基金

我国母基金自20世纪90年代探索起步，后来经历快速发展阶段。如今，伴随着人民币私募股权基金的快速发展，我国母基金产业链也日益完善，行业参与者明显增多，已经步入规范运作的阶段。随着人民币基金管理团队的不断壮大，国内LP队伍不断增多，母基金也势必更加活跃。

近年来，我国涌现出了一批出色的母基金，如歌斐资产、国创开元、盛世投资等。以国内规模第一的市场化方式运作私募股权母基金机构——盛世投资为例，其管理资产规模160亿元，目前管理着多只盛世系母基金，成功完成了对联想投资、松禾资本、达晨创投等机构70多只子基金的投资，间接持有1000多家公司股权，在证监会排队系统等待上市企业中占有8%左右的市场份额。表8-5总结了中国本土活跃母基金及其管理投资情况。

表8-5 中国本土活跃母基金及其管理投资情况

机构名称	管理基金	投资项目/投资方向
歌斐资产	歌斐诺亚景林 PE 三期一号投资基金 歌斐诺亚景林 PE 三期二号投资基金 歌斐阳光城海坤七号投资基金 歌斐阳光城海坤六号投资基金 歌斐阳光城海坤五号投资基金	红杉资本、鼎晖、达晨创投等 卧龙墨水湖
国创开元母基金	国创开元、国创元禾	国家重点支持的战略性新兴产业
江苏悦达善达	悦达集团、上海善达、清华控股	优先投资在盐注册的子基金和优质项目，关注节能环保、医药医疗、消费升级、现代农业及高科技行业

（续表）

机构名称	管理基金	投资项目/投资方向
金晟硕业	苏州金晟硕嘉创业投资中心 苏州金晟硕德创业投资中心 深圳金晟硕恒创业投资中心	中国石化销售有限公司 Pre-IPO 股权增资项目 新湖中宝定增项目
盛景嘉成母基金	盛景嘉成新三板母基金	启迪创投、赛富基金、东方富海、德同资本、创业工场、清控科创
盛世投资	多支盛世系母基金	新天域资本、联想投资、松禾资本、同创伟业、九鼎投资、青云创投、德同资本、君丰资本、启明创投、达晨创投、天图创投、长江国泓、达泰资本、钟鼎创投等
元禾辰坤	国创元禾母基金	软银中国、纪源资本、启明创投、方广资本等
紫荆资本	清华控股	发展能源环保、人居环境、医疗健康、先进制造等战略性新兴产业

目前来看，我国母基金的发展已初具规模，形成了以下发展特征：

低资金要求，高回报率。

投资更加灵活化，募资更加畅通。

风险进一步被分散。

更加接近目标市场渠道。

管理更加专业化。

就具体数据而言，市场上约200家母基金，而其中内资背景的母基金约占比81%，而外资背景的母基金约占19%。图8-14展示了中国市场上母基金的成立数量和募资规模，可以看出成立数量与募资规模呈逐年增长趋势，并且在2015年实现了成倍的增长。

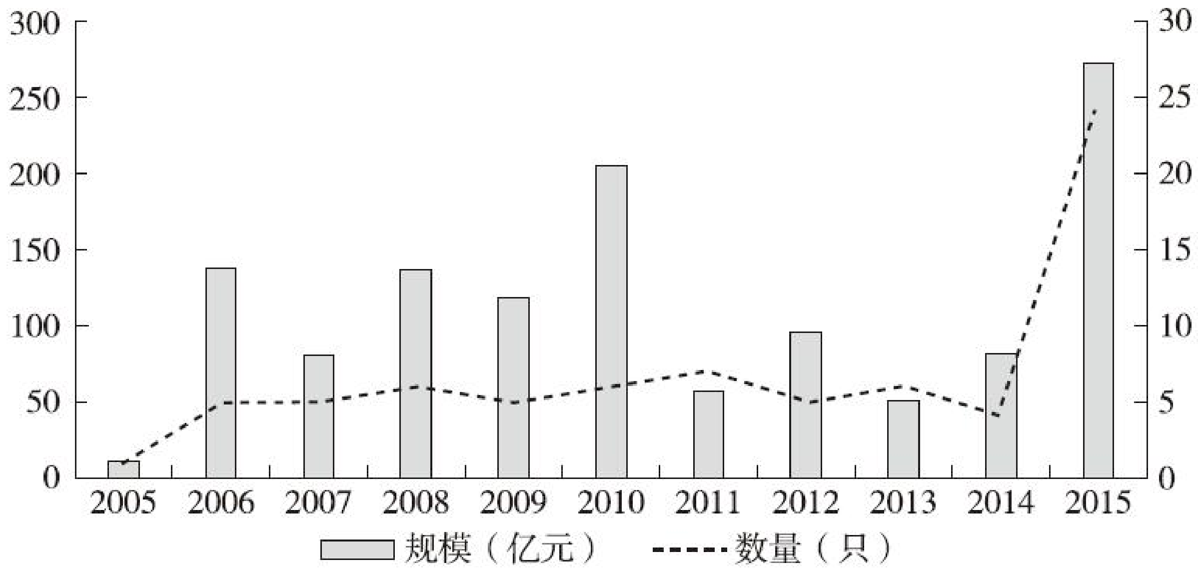

图8-14 中国保险行业总资产规模发展概况

二、高校教育基金会

在中国本土，高校教育基金会是指由高校成立的依法营利组织，属于非公募性质的基金。它通过资金募资和增值，为高校的发展提供资金支持。高校教育基金会的资金主要来源于社会捐赠、政府拨款，主要用于高等教育支出，包括学生奖学金、兴建实验室和教学大楼、科研经费等。

在欧美国家，高校教育基金会（国外称为“大学捐赠基金”）已成为大学获取资金的重要渠道，其投资运营模式已日趋成熟，资产配置体系也较为完善。如美国高校教育基金会的投资组合一般包括国内股票、国际股票、固定收益产品、另类投资、短期证券与现金资产等几种类型。

我国高等教育基金会起步较晚，1994年清华大学教育基金会成立，之后高校教育基金会逐步发展起来。2004年，国务院常务会议通过《基金会管理条例》，为高校建立教育基金会提供了法律依据。之后我国高校教育基金会进入迅速成长期。据基金会中心网数据统计，截至2015年底，全国已有435所高校成立基金会。图8-15展示了2015年中国主要高校教育基金会的净资产规模和投资收益情况。其中，清华大学教育基金会、北京大学教育基金会、浙江大学教育基金会分别以51.7亿元、40.2亿元、17.6亿元的净资产位于高校教育基金会规模前三名。而就投资收益而言，清华大学教育基金会、上海交通大学教育基金会和北京大学教育基金会分别以2.6亿元、1.8亿元和1.4亿元分列前三位。

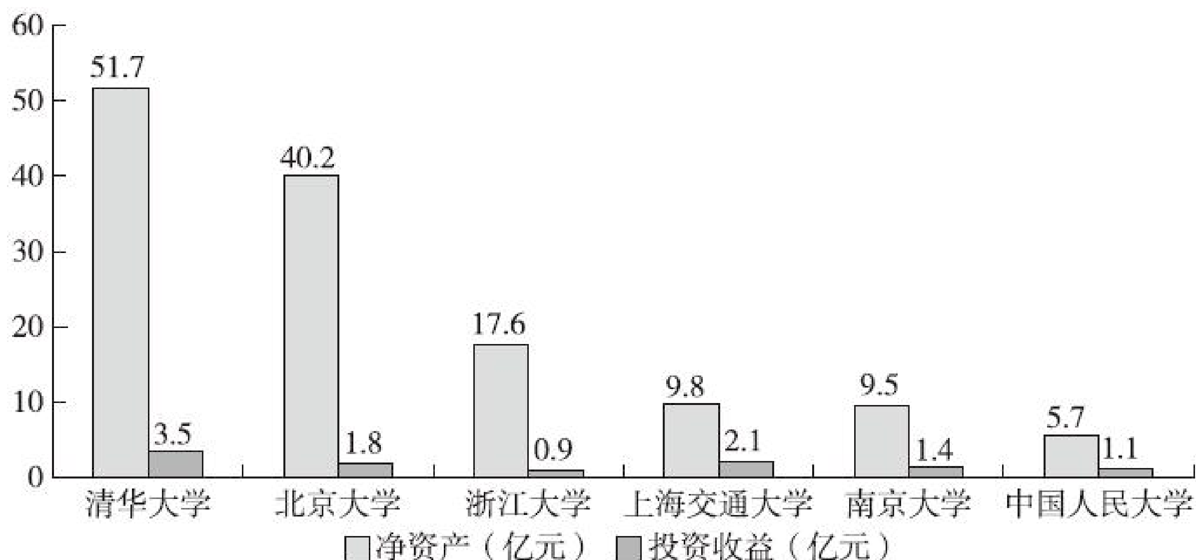

图8-15 2015年中国主要高校教育基金会净资产规模和投资收益情况

高校教育基金会的支出具有持续不断的特点，由于其收入主要来自社会捐赠或政府拨款，因此具备不稳定性，可持续运作成为高校教育基金所面临的首要问题。发展至今，国内高校教育基金会主要有以下几种运作形式：市场运作型，如清华大学教育基金会、北京大学教育基金会；行政管理型，如浙江大学教育基金会；委员会型，如南京大学教育基金会；海外拓展型，如上海交通大学教育基金会；行业依靠型，如中国矿业大学教育基金会、中国石油大学教育基金会。

由于高等教育基金会属于非公募基金，所以在投资上较少受到政策限制，可以投资股票、债券、股权基金等。但是，由于我国高校教育基金会普遍规模较小，且基金会管理模式以行政管理为主，运作及组织机制不健全，也没有专业的投资团队，导致基金会的资产配置偏于保守，在基金的资产配置中偏向于传统的银行存款和国债，使得基金投资收益率较低，资产保值增值能力较差。因此，将基金交给专业的投资人打理，获得长期较高的收益率，从而使基金可以长期持续运营下去，对高校教育基金会来说是一个较好的选择。

目前，我国已有高校教育基金会在尝试投资私募股权基金。如复旦大学教育基金会向鼎晖一期投资2000万元；清华大学教育基金会向南华创业投资基金投资2000万元。2009年11月，启迪创投与清华大学教育基金会签约，成为国内首家获得大学捐赠基金注资的创投机构，启迪创投也顺势成为首个国内大学基金会控股的风险投资基金公司。表8-6展示了部分中国高校基金会私募股权投资情况。

表8-6 部分中国高校基金会私募股权投资情况

基金会名称	时间	投资基金名称	基金管理人	基金规模（亿元）	投资额（亿元）
复旦大学教育基金会	2008 年	鼎晖一期	鼎晖投资	31.9	0.2
	2009 年	南华创业投资基金	海南南华汇金创投	10	0.2
清华大学教育基金会	2009 年	启迪创投			N/A
	2014 年	江苏人才创新创业基金	毅达资本	1.5	N/A
北京大学教育基金会	2013 年	北京润信鼎泰投资中心	中信建投资本	3.9	0.8

总体来看，我国高校教育基金会规模普遍偏小。从2013年年末的净资产规模来看，教育基金会规模超过5亿元的仅有清华、北大、浙大、南京大学和上海交大5家机构。因此，减去基金会正常的支出，以及保障基金安全而投资的银行存款、国债后，可用于另类投资或者私募股权基金的可投资金额非常小，有些甚至达不到机构投资者的最低承诺要求。因此，目前来看，为数不多的大型高校教育基金会出于自身资产配置的需求，可以成为私募股权基金考虑的潜在机构投资者。

三、高净值个人

机构投资者是私募股权基金管理人募资时的重要发展对象，尤其对于社保基金、保险公司这种能够提供长期、稳定、大体量资金的机构，更是基金管理人倍加青睐的募资对象。但是，好资金总是“狼多肉少”，除了少数的基金能够获得社保基金、保险公司的注资外，基金总会存在较大的募资缺口。而随着私募股权投资机构管理基金规模越来

越大以及拓展并购基金、收购牌照业务等新业务的拓展，这个资金缺口会更大。此时，高净值个人成为填补这个缺口的重要力量。尤其对于一些中小型基金或者新设立基金来说，由于较难争取到机构投资者，高净值个人甚至成为基金募资的主体。

投资私募股权的高净值个人主要为企业家、中小企业主、企业高管以及一些富裕家庭等。这类群体有些是在创业过程中获得过私募股权基金的投资，因此对私募股权基金比较了解。有些则是出于资产配置的需求，希望通过另类投资来博取一定的高收益。同时，A股二级市场的表现和IPO的重启会增大高净值人群对于私募过去的投资力度。

根据兴业银行私人银行部与BCG（波士顿咨询公司）联合发布的《中国私人银行2015》报告，估计2015年中国私人可投资资产总额达108万亿元，其中高净值家庭占比为41%。在可投资资产的资产构成方面，该报告估计2015年私募股权投资的占比将由2013年的0.1%提升为0.4%。2013~2015年中国私人可投资资产构成如图8-16所示。此外，在所有理财和资本市场产品中，储蓄占比持续下降，银行理财和资本市场投资稳中有升。特别地，私募股权投资2014~2015年的年均复合增长率在9种金融产品中最高，达到129%。而鉴于高风险、高门槛和长周期等特点，私募股权投资主要限于超高净值人群。

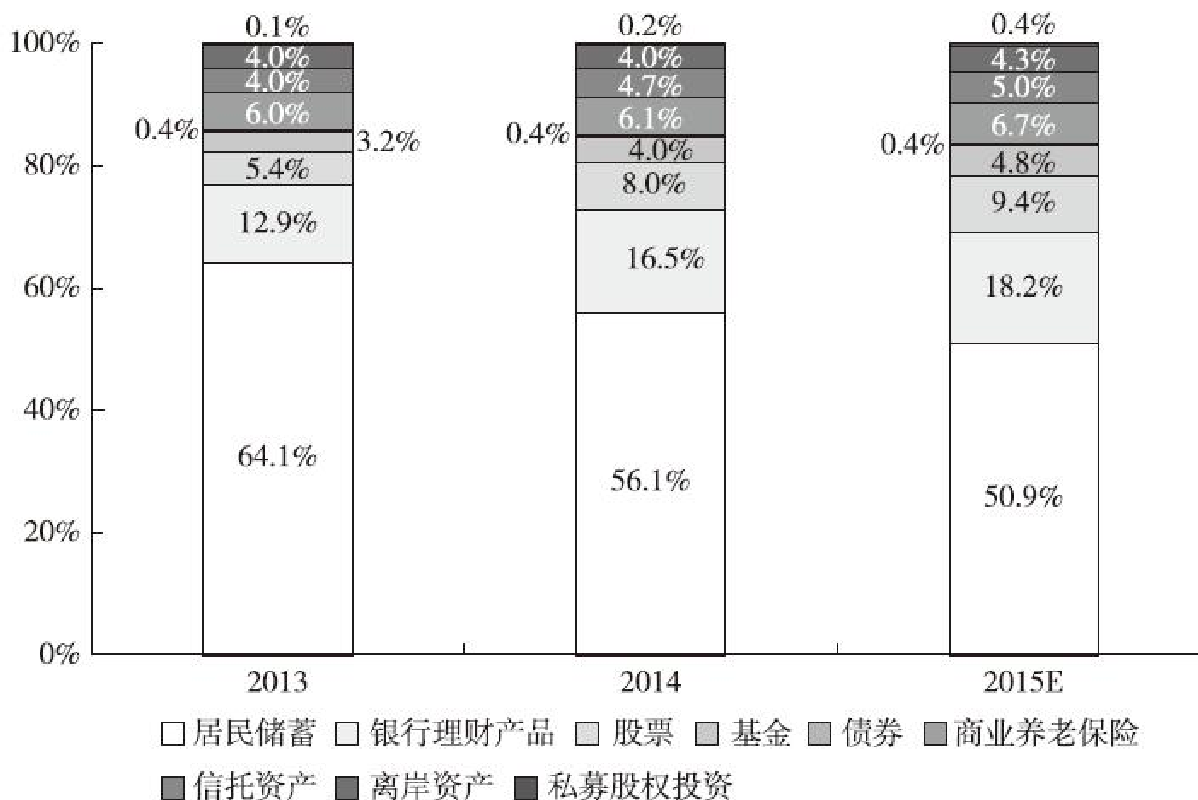

图8-16 中国私人可投资资产构成

由于高净值个人作为LP的弱点是单体资金量小且资金稳定性差，对于私募股权来说如果自己开发渠道来拓展高净值客户则具有较高的成本。而对高净值客户群体来讲，由于单体对私募股权的认知有限，对其募资信息也较为缺乏，因此也需要有特定的渠道或平台与私募股权基金对接。在这样的背景下，高净值个人与私募股权基金的对接平台或者说通道业务应运而生。

高净值个人与私募股权基金早期的对接平台主要有私募股权公司自建的一些理财中心、商业银行理财中心、私人银行以及第三方理财机构等。这些通道业务主要承担的是融资中介的功能，有些如商业银行理财中心、私人银行会承担一部分母基金的功能，包括前期对基金进行尽职调查等。

2012年以来，随着监管部门针对资产管理市场出台一系列“新政”，券商、基金、保险公司等金融机构纷纷进入资产管理市场，中国资本市场也迎来“大资管时代”。在“大资管时代”，由于各类金融实体开展的资管业务基本趋同，因此所有金融行业包括银行、信托公司、第三方理财、券商资管、保险资管、基金专业子公司等各金融机构在同一平台上、在跨资产管理领域展开了激烈的竞争。通道业务向“大资管时代”的转变对私募股权基金来说带来更多的机会。一方面，私募股权基金的募资来源将会多元化，资管将会成为重要募资来源。作为两大难题，募资和退出一直是困扰私募股权基金发展的瓶颈。在新的环境下，私募股权基金除了将积极拓展社保基金、保险公司等大型机构投资者外，资管业务由于覆盖客户群体多、可引入社会资金量大，将成为其重要合作对象和募资来源，募资成本也将相应降低。另一方面，私募股权投资产品设计将会更具创新性。针对不同客户个性化的财富管理需求，利用资管平台在募资阶段和投资阶段进行创新性的基金结构以及募资、投资甚至退出方案设计。通过与各种资管平台的合作，将会使私募股权公司在投资的阶段不再局限于传统的方法，而更具有开创性和选择性。

然而，在“大资管时代”的背景下，传统的私募股权基金也面临挑战。部分私募股权公司也在尝试向大资管平台转型。典型的如九鼎投资，在短时间内迅速获得公募基金、证券公司的牌照，并逐步拓展到个人风险投资基金、互联网金融、国际基金以及将要拓展的保险、民营银行领域。未来这种转变会不会持续很难定论，但是有限合伙基金作为一种非常成熟且广泛应用的投资形式很难被券商资管产品所取代。关键在于谁能紧紧把握客户在资产配置方面的个性化核心需求，为客户提供更优的价值创造和价值增值，谁就将会在激烈的竞争潮流中脱颖而出。

专题研究 中国LP海外资产配置的路径和方法

“海外投资”“境外资产配置”是近来LP投资方向的一大热门，无论是专业的机构投资者还是高净值个人都对之投资热情高涨。然而，从目前投资业绩来看，收益率偏低一直是中国LP在境外投资中常见的痛点。虽然境外资产配置规避了人民币贬值的风险，但与国内投资动辄10%以上的收益率相比，境外投资普遍个位数的收益率往往相形见绌。

因此，浩浩荡荡的海外炒房团和香港保险团的出现，反映的正是资本出境过程中的配置尴尬。那么LP在境外投资的收益率真的偏低吗？还是刚刚出海的中国LP没找到正确的路径和方法？

一、海外成熟LP的投资特点和业绩分析

从海外机构的投资收益来看，过去10年美国大学捐赠基金的平均年化收益率为6%，家族办公室的收益也在类似水平。这些汇聚了世界顶尖投资人才的机构，为何收益也看似平平。总结起来，主要有两方面的原因，即自身风险的控制和成熟市场回报的限制。

（一）自身风险的控制

投资是权衡风险和收益的过程，不论风险只为收益的是赌博。长期来看，任何资产的风险和收益都是呈正比的。低风险、高收益的“免费午餐”，或者高风险、低收益的“黑暗料理”，只可能暂时存在，但在一个较长的时间周期里都会被市场纠偏。

想要提高收益，唯一的办法就是承担更高的风险。无论是采用加大风险资产的贝塔、提高主动风险（即对指数的偏离）还是降低流动性等方法，道理都是类似的。

根据第七章的阐述，海外成熟的LP投资者大致可以分为以下几类：大学捐赠基金（Endowment）、慈善基金会（Foundation）、养老

基金（Pension Fund）、保险公司（Insurance）、主权财富基金（Sovereign Wealth）以及家族办公室（Family Office）等。

以上投资人中，除了家族办公室，其他本质上都是“使命型”投资人（Mission Driven Investor）。捐赠基金和慈善基金每年需要拨款支持各自的公益事业，养老金和保险公司要实时匹配其负债（即养老金或保费偿付支出），主权财富基金更是背负政府财政的各种使命。在各自使命的约束下，投资人必须控制组合的波动性，并保持组合一定的流动性。否则，就会像2008年经济危机时，投资组合价格暴跌，但为了维持支出水平不得不在谷底抛售资产，这就会非常被动。

事实上，机构投资者设立的长期收益目标常常为CPI加300~600个基点。所以应不盲目追求过高的回报，而是从自身的风险承受能力出发制定目标。

虽然家庭办公室相比其他投资人自由度和风险承受度更高，但国外的家族大都传承到了二、三、四代以后，后代数量庞大，家族基金背负着维持后代生活水平的使命，也多少受到以上所提的各种限制。

（二）发达市场回报的限制

在中国结构调整之前，很多LP投资人都习惯了经济增长和货币超发带来的高资产回报，通常都期望至少10%以上的回报。然而在发达国家，经济的低增长意味着大部分资产的回报基于一个较低的水平。比如美国10年期国债的收益率现在是1.5%，还赶不上国内的余额宝。美股的收益率高一些，长期在7%左右，这一方面是因为美股上市公司的利润增长有相当一部分来源于国际扩张，另一方面也是因为其他国家高增长的公司在美国上市（如中概股）。

在发达国家机构投资人LP的资产配置中，绝大部分资金配置在成熟市场。新兴市场被视为高风险资产，配置额度一般较低，大多在10%~20%。

对于发达国家LP投资人来说，尽管整体资产回报不高，但通货膨胀率（包括名义和实际的）一般也很低，因此资本的购买力整体依旧保持着稳步、缓慢的增长。此外，由于个别资产类别的回报十分可观（如风险投资基金），其高收益来源是技术进步带来的效率增长。一些对冲基金的收益也令人艳羡，这是因为其卓越的投资能力让它们远远跑赢了大盘。

二、中国本土LP海外投资的路径

基于以上分析可以看出，海外成熟LP投资人的业绩回报是有背后原因的。对于中国LP而言，要想在海外配置资产，如何寻找正确的路径和方法来提高投资收益显得非常重要。

（一）灵活而动态地提升配置效率

俗话说，知己知彼，百战不殆。在本书第四章和第七章中已经介绍过，典型的海外成熟LP机构投资人的投资思路是基于自身的风险和回报要求来做出一个战略性资产配置（Strategic Asset Allocation，简称SAA）。这一配置是长期的、静态的，是投资的“纲领”，一般不轻易改变。在日常投资中，他们会基于当时的市场环境偏离SAA（即长期配置），这一对长期配置的偏离叫作战术性资产配置（Tactical Asset Allocation，简称TAA），这种偏离通常是短期的、动态的。

然而，大部分海外LP投资人的短期配置不会激进地偏离长期配置，而且其对TAA的调整幅度一般也不会太大，很少超过500个基点。毕竟偏离意味着主动承担市场风险，而如果偏离的方向有误，来自董事会的压力会非常大。一般来说，LP对于发展趋势把握度高的市场，可以重点出击，加大偏离幅度。比如在2008年金融危机后重仓抄底的投资人，面对这种估值严重错配的情况，进入的时点甚至都不那么重要，无论是2009年还是2010年甚至到2011年，都有出色的回报。现在的市场环境下，LP可考虑以一个较大的比例高配新兴市场资产。在全

球央行超印货币、各地资产泡沫的大环境中，新兴市场拥有较少的低估资产。与此同时，新兴市场国家经济的基本面往往也是向好的。

此外，从资产配置的效率方面来看，海外LP机构在各种委员会制度和复杂的内部流程约束下不得不牺牲了部分灵活性。相反，中国的LP投资人则往往没有那么重的包袱，更能看准时机后大胆出手。

（二）加大对另类资产的配置

对于LP投资人而言，私募股权和风险投资基金等另类资产的预期收益是所有大类资产中最高的，但这很大程度上来源于流动性溢价。投资者需要牺牲流动性，将资金锁定很长时间，一般5~10年才能赚得溢价回报。而国内投资人投资期限往往偏短，诸如10年的回报周期会令大多数投资人望而却步。毕竟国内过去几十年一直处于一个高速发展、急剧变化的节奏，大家对长期的回报是缺乏安全感的。

为了获得私募资产的高收益，但又想规避投资期限太长的限制，LP投资人可以考虑投资有当期收益的私募资产这种两头兼顾的方法。私募股权投资中有不少策略有当期收益。比如各类私募债策略，因为其底层是私募资产，有一级市场收益的溢价，但又因为本质上是债权而拥有利息，所以还能获得可观的当期收益。在欧美市场，私募债的整体收益率一般为10%~15%，其中当期收益一般为6%~10%。相比起来，私募股权投资（这里泛指PE和VC）的收益率为15%~20%，但没有当期收益，只适合少数最耐心的投资人。

如果从久期的角度来看，私募股权基金其实是通过锁定资金，后置了投资的现金回流，硬性拉长了投资的“久期”。但私募股权的久期动辄7、8年，很多投资者对这个期限难以接受。但私募债就好比将私募股权后置的一部分现金流又前置，缩短了久期而成了一个过渡性的选择。

近年来，中国本土的险资LP大量出海，私募债是其重点配置的一部分，比例不低于私募股权投资。尽管保险资金从性质上来说属于长期资产，可以承受较大的非流动性，但基于以上原因私募债可能更符合当前中国LP资本海外投资的需求。

私募债本身也有足够的多样性，即使配置大量资金也可以很好地分散风险敞口。按行业来划分，私募债可以分为企业私募债、房地产私募债和基础设施私募债等。按风险偏好来划分，有资深级私募债（Senior）、次级私募债（Junior）、夹层私募债（Mezzanine）以及困境私募债（Distressed）。按地域来划分，美国和欧洲各自均有发达的私募债市场。

（三）利用本土LP自身的优势

对于任何投资而言，投资人都应该利用自身的优势，其重要性尤其体现在海外投资领域。发达国家的资本市场是一个成熟的江湖，不同类型的资本就像各个门派，经过长期的博弈也基本维持着一个动态平衡。“初入江湖”的中国LP投资者，想要打平或超越现有参与者的收益，从自身优势出发是唯一的捷径。

比如，许多欧美LP投资人对新兴市场的整体配置都不会太高，大多不会超过10%~20%。这并不是因为他们看不到新兴市场的长期潜力，而是因为畏惧风险，对此类资产的风险定价非常高。但中国的LP投资者本身就是新兴市场优厚回报的见证者，更容易理解和相信其他新兴市场国家的爆发潜力。可以发现，从产业层面来看，无论是诸如微信和小米等各种形态的产品还是“一带一路”等宏观政策，都在大力布局东南亚、中亚、非洲等新兴市场，输出中国式的成功。而反观资本层面，其中的逻辑也是一样的，从印度的新兴电商到东南亚的新兴打车软件，近而到这些地区的私募股权和风险投资基金，背后都少不了以“过来人”姿态积极参与的中国LP投资者。

从私人财富的角度来看，中国的高净值个人大多为自身奋斗而来的“一代”。而家族财富管理的首要目标就是资产长期保值增值，而现金支出的压力很小。相比之下，西方的家族因为要支撑庞大的后代群体的生活，现金支出的比例较高。因此，中国的高净值个人LP理论上可以更高比例地配置高收益但低流动性的资产，如私募股权基金。从现有数据来看，中国部分高净值个人在私募股权资产的配置达到了20%~30%，远高于海外同类。值得一提的是，中国的企业家们在管理其个人财富时还顾及了实业层面的协同效应。比如布局美国的顶尖风险投资基金机构，在获取高回报的同时增加自身企业的前沿科技“触角”，若有适合的技术还会考虑进行并购。

值得一提的是，发挥自身优势的一个最直接的途径就是投资非人民币计价的境内资产（比如国内的各类美元计价基金等），毕竟中国人自己更了解中国市场。但是，海外投资的一个重要出发点是为了分散风险，如果底层资产仍然是境内的，则达不到分散风险的目的。那么，中国本土LP应该配置多少中国的底层资产，多少又配置纯海外的资产比较合适？从历史经验来看，这一比例因人而异。参考发达国家经验，资产超过10亿美元以上的高净值个人配置在本国以外的资产常常在30%~50%。而中国本土的高净值个人大多都才刚开始配置纯境外资产，比例普遍低于这一水准。但从资本量级来说，如果80%~90%的资产回报来源仍然还是国内的话，可能会显得过于集中。

大国崛起的过程常常伴随着资本溢出，美国如此，日本曾经想要如此但终究伴随着迷失的数十年而失败。从目前的势头来看，中国的金融资本在国际资本市场从配角转为主角是未来十年的必然趋势。在此过程中，从虚心学习到融会贯通、再到西学中用，才是“资本的中国式成功”的一条路径，而这也是中国本土LP应该长期积累和努力的方向。

第四篇 LP的管理之道：探索中国LP的发展路径

第九章 LP的团队建设和运营管理

对于LP而言，建立与最初设定的配置策略和投资方法高度一致的投资组合，需要有专业的团队规定和严谨的运营管理流程来保证。这样构建的私募股权基金配置组合才能保证投资政策的正确性，避免不必要的择时操作，并能够建立良好的LP与GP的关系。

第一节 积极管理型投资

一、积极管理VS被动管理

LP在构建私募股权基金配置的组合过程中，非常关键的一项抉择在于，是成为一个积极型的、有能力发掘高水准的私募股权基金管理人及高回报基金的组织机构，还是采取求稳策略，侧重发展低成本的被动性投资工具。如果选择走积极管理型的道路，相当于选择了更加广泛的资产类别，而且有可能产生超越市场基准水平的收益率。但积极型投资策略需要投入大量的资源，不具备相应资源支持的机构面临的将是失败的低投资回报，机会属于那些有准备的投资者。

通常来讲，公开市场的投资竞争异常激烈，所以希望跑赢市场但又没有做足功课的投资者难免受到惩罚。在资源不足的情况下，理性的投资者应该选择低成本的被动投资工具。然而，对于投资私募股权基金的LP，只有采取积极型投资，才能获得有吸引力的风险调整后收益。这些资产类别不具备被动管理的投资途径，积极型投资对获得可接受的收益至关重要。同时，由于私募股权基金的管理费标准很高，其费用模式都是根据资产规模收取管理费外加利润提成，这就为成功

投资设置了一道很高的门槛，跨不过去的LP会摔得很惨。如此高的收费标准意味着一般的收益率水平无法让资金提供方得到满意的风险调整后的投资回报。投资人需要通过一系列定量和定性相结合的方法寻找有成功潜质的基金管理人（正如前述章节所描述的那样）。

可以毫不夸张地说，成功LP与不成功的LP之间最大的区别就在于能否做出高质量的积极型投资决策。高水平的积极型投资者不仅能够在广泛的资产类别选择中游刃有余，而且能够很好地把握多样化的组合机会，制定出成功的配置策略并很好地贯彻实施，提高组合的收益。积极型投资者最有机会构建收益高、风险低的组合。

二、创建积极型投资专业团队

LP要想做出高效的积极型投资策略，最保险的一条道路就是“选对人”——组建一支私募股权基金资产配置的高素质专业队伍。建立专业的投资团队非常重要，这样可以减轻基金管理行业内普遍存在的代理人冲突问题，因为这个团队本身就是LP的利益守护者。

高素质的管理团队不仅可以有效地运用范围更广的私募股权资产类别来分散化投资，同时能够获得超越公开市场基准水平的业绩。虽然低成本的被动型管理为积极型管理设置了较难超越的基准，但持续的深入研究加上长期的投资时限，专业投资人士还是有机会获得超越被动管理的积极投资收益的。

积极型管理对投资机构的架构设置和投资管理过程都有很高的要求。团队人员构架整齐、投资委员会督导得当的机构能够更好地利用各类私募股权基金来配置资产以及市场上合适的投资机会。

第二节 投资团队建设

为了构建高质量的积极型管理的私募股权投资组合，LP需要有一个强大的投资团队，并由一个有效运转的投资决策委员会（Investment Committee）来监督。有效的投资委员会应该对组合进行适度的监督，但不应干涉投资管理人员的具体操作。LP的投资委员会应该决定投资的性质和方向，而不应不加思考地把决策权全然交给投资管理人员。投资委员会在LP中的作用应该相当于其他行业的公司董事会。

一、投资委员会

LP的投资委员会具有约束投资管理过程的职能。投资委员会成员通过对投资建议进行全面深刻的审查，可以督促投资管理人员给出经过更加认真思考后的投资建议。投资委员会不应该轻易否定投资管理人员的建议。因为如果投资委员会经常拒绝或修改投资建议，投资管理人员在配置私募股权基金时会感到放不开手脚。当市场出现机会时，具体投资的规模需要进行商讨，并上报投资委员会，通过后才可以落实操作。但是，投资委员会也绝不能成为摆设，高效的投资委员会应该通过讨论投资建议，对未来投资的性质和方向起到引导作用。成功的LP需要建立好平衡，既尊重投资委员会的绝对权威，又赋予投资管理人应有的权力。

在投资委员会不开会的时候，投资委员会成员也应该向投资管理人员提供对以往操作的反馈以及对未来战略的建议。双方充分的交流可以提高LP内部投资委员会沟通的质量，从而改进投资决策。

关于投资委员会成员的构成与资质，首先投资委员会成员应该具备良好的判断力，虽然对成员的背景没有特别的要求，但是对金融市场的深刻理解可以为监督投资过程加分。如果LP投资委员会成员全部是私募股权基金资产配置方面的专家，有时也会造成危险，因为投资委员会的任务是管理整体的投资过程，而不是具体的投资组合。有些投资委员会引入成功的有直接投资背景的作为成员，来多元化投资委员会的背景。

总而言之，LP的投资委员会成员应该将自己定位为过程监督者和投资管理人的支持者，而非具体的私募股权基金配置组合管理者。

二、投资管理人

LP的投资管理人是私募股权基金组合管理流程的驱动力量，无论决定资产类别的地域配置，还是具体基金组合管理或者挑选GP及优秀的基金等事务，都需要有严格的过程约束以及充分的理由。在这一过程中投资管理人不能隐瞒事实，无论是现有的还是潜在的弱点都需要全面的阐述和探讨。任何不诚实的行为对投资过程都可能是致命的。

如果没有严谨的流程来保证投资建议得到清晰的阐述，投资决策就会变得不规范，甚至轻率。例如，在进行私募股权资产配置决策时，投资管理人员必须基于严谨的逻辑分析框架，才有可能做出有依据的投资建议。投资管理人员考察投资机会时，对机会的各个层面的严格评估和对GP的尽职调查，是决定是否投资的前提。

以书面形式提交投资建议是交流投资思想很有效的方式。LP的投资管理人通过起草投资建议，可以发现逻辑的错误或知识的盲点，而且由于意识到同事和投资委员会成员会阅读投资建议，可以促使投资管理人力求论点清晰、论据充分、论证严谨。通过书面形式对投资逻辑进行全面阐述也可以使投资委员会成员在开会前就对该建议有全面了解，从而提高投资委员会讨论的质量。通常而言，投资决策小组应该由3~4人组成。因为随着参与决策人数的增加，势必会增加妥协和“共识”思维的可能性。如果投资管理人员较多，则应该分成若干个决策小组，分别管理不同的基金资产类别（如LP可以针对私募股权的一级市场直投配资、二级市场基金买卖以及共同投资来分别建立相应的投资团队）。这种方式既保留了小团体决策的优势，又解决了组合管理日益复杂、资产规模不断增长的问题。

人员的加入为投资机构不断注入新的血液，他们的活力、热情，特别是看待问题的新鲜角度能防止腐化风气的滋生蔓延。关于新人的培训，建议采取“以老带新”的方式。这是一种双赢的做法，因为它体现了“在实践中成长”“教学相长”的优势。如果机构组织架构合理，新员工就能够尽快发挥作用。鼓励包括新人在内的个人勇于承担责任，可以提高投资业绩和员工满意度。

三、组织发展理念

优秀的投资管理团队有许多共同的特征，其中最重要的就是人才。为了吸引高素质的专业人才，LP一定要向以下几个方向努力：

（一）对市场的独特理解

很多LP表现中庸是因为它们本身就选择了中庸的道路。独立思考对LP的私募股权投资成功特别是投资决策至关重要，其反面必然是循规蹈矩和官僚作风。例如寻找GP时，所谓标准的做法可能将几乎所有有独到见解的候选者都排除在外。官僚作风严重的机构在招聘人才的时候要求候选人填写复杂的应聘表，提供大量的详细信息。也许这一申请过程本身就已经让有潜质的候选者望而却步。这样的层层筛选得到的只能是那些循规蹈矩、缺乏想象力以至于最终无功无过的投资经理。虽然官僚式投资的收益少得可怜，但不思进取的员工的饭碗却可能端得很稳，因为每一个投资决策都有一大堆文件提供“支持”。官僚作风严重的机构缺乏想象力和勇气去走不寻常路，而敢走不寻常路却是一个投资项目取得成功的关键。

（二）超前的经营理念

LP的投资理念超前意味着先人一步，便可以在更广的范围内利用市场机会。通过关注不同种类的私募股权资产类别，LP可以有更大的机会建立满足自身需要的组合。提前一步考虑所谓主流以外的投资机会，可以帮助机构发现下一个市场热点（可能是地域、行业或者资产

类别上的），一旦所有市场参与者都意识到这一点，即便再有价值的投资机会也会变得一文不值。如果在对GP进行评估的过程中，也能够做到理念超前，LP就可以寻找到更富激情和极具吸引力的合作伙伴。只有超越主流，才能增加在竞争中的胜算。

（三）全球化的投资视角

全球化视野有利于增加LP对投资机会的理解和把握，为狭窄的国内市场提供有价值的参照系。除了改进LP的整体决策框架外，全球化视野还可以扩大投资机会，增加成功概率。但我们需要意识到，随着投资机会的增加，失败可能性也随之增加。从事海外投资要承担较高的风险，因为可获得的信息量和对市场的理解深度都无法与国内市场相比。

（四）可持续的新人培育体系

LP的新老员工之间应体现良师益友的关系，老员工应敢于赋予新人责任。新员工培训可以采用“传、帮、带”的做法。就投资管理而言，吸收理解的最好方式是边学边体会。学术知识仅仅是基础，有抱负的新人通过“做学徒”，会从经验丰富的“师傅”那里学到日常操作和投资思路。在团队建设中，尽早让新员工承担责任对机构是个不小的挑战，但也是将团队优势发扬光大的最好机会。将关键的投资原则传授给新员工不仅可以增强资深员工的影响力，扩大组织机构的影响范围，而且可以增强所有员工的成就感。此外，新员工培训能够加强员工对机构核心投资理念的认可。

四、团队成员建设

对LP的整体机构和投资经理个人而言，自我认识对能否做出有效决策也非常重要。充分了解并利用自身优势可以极大地提高投资业绩。而认识到劣势并对其加以处理，往往在投资私募股权基金组合的管理中被忽略。实事求是地评估优点和不足，可以提高成功的机会，

减少失败的概率。开诚布公地探讨分析以往的成败同样可以提高决策水平。总结过去的失败，可以避免重蹈覆辙。分析以前的成功，则可以获得打开未来成功之门的钥匙。但一定要注意避免产生互相指责的氛围，因为那样只会压制投资经理承担风险的意愿。

成功的投资文化应该允许LP的投资经理因尝试而犯错，但不是犯同样的错误。当LP的投资经理认识到进行创新尝试即使失败也不足以威胁其职业生涯时，他们便会乐意承担风险。这种失败代价较低的氛围可以鼓励探索和创新行为，而所有推陈出新的投资尝试一定会存在这样或那样的缺点。超常规的投资行为对投资的成功是必要的，虽然也可能遭遇失败，但鼓励探索却是投资成功的必要前提。

团队内部同事之间的关系对于构建和保持成功的投资环境也非常重要。孤独的逆向投资者在成功到来之前会频受市场打击，这时同事的支持和鼓励显得尤为宝贵，有助于坚定对高风险的投资机会的信心。成功的投资者通常不按照主流模式操作。在鼓励从众心理的机构环境中，要追求高回报的投资机会，就需要强有力的英明领导者。否则，决策过程就沦落为官僚式的程序，投资结果也就可想而知。LP内部的领导者应该建立决策框架，鼓励那些非同寻常、甚至有些争议的思路迸发，这样才能为成功的投资打下良好基础。

第三节 外部中介机构

对于部分LP而言，虽然选择了积极型管理的道路，但是并不愿投入所需的时间、精力和资源，这时可以考虑通过使用母基金或聘请外部咨询顾问的方式走一条捷径。

资产受托人和外部经理之间经常沟通、对市场达成一致的深入理解是投资成功的最重要基础。但由于使用母基金或聘请外部顾问会造

成投资经理和资产受托人之间的信息不对称，因此需要特别注意判别外部基金管理人的能力并注意在投资咨询过程中信息的传递效率。

一、母基金

母基金提供帮助资产受托人（LP）进行投资决策的咨询服务。母基金认为通过聚集资产（通常是来自不太成熟的投资者）取得规模经济可以使它们用机构投资者的方式管理资金。母基金公司包括涵盖多个资产类别的“一站式”服务机构和专门投资特定市场领域的公司，几乎覆盖每一种能够想象到的资产类别。

通过提供全面的服务包括基金管理人（GP）挑选和专业监督，母基金可以帮助规模较小的投资者有机会利用复杂的投资策略，而规模较大的机构则希望借助母基金进入原本不太熟悉的市场。

需要注意的是，在投资经理和投资人之间的信息不对称会带来很多风险。LP一定要选用职业素养和道德标准都符合要求的投资经理。与此同时，母基金必须定期向投资人进行信息披露，而且保持较高的透明度。

二、咨询公司

为了弥补内部资源的相对不足，许多LP将咨询公司的服务引入投资决策过程。利用高素质的外部咨询机构，可以帮助打理复杂的私募股权基金组合。

咨询公司专注于机构投资者的需求并提供一系列广泛的服务：分析投资者的目标、程序设计和计划、资产配置检查、管理者识别、尽职调查、现金流预测、风险管理投资组合监测、效果评估、绩效报告和归因研究、投资的控制和报告等。其他重要的服务是向顾问委员会汇报和向员工提供私募股权相关培训。相比于其他中介机构，咨询公

司一般代表保守的投资观点，其多为风险规避者，给出的建议也相对安全。它们一般不会推荐刚刚起步的投资管理公司，因为这会为客户带来组织和投资方面的双重风险。更何况咨询顾问也希望能够从一切可能的角度“摊薄”挖掘和监控投资管理公司的成本，所以咨询公司推荐给客户的多数是成熟的GP，因为这类GP有资格（即使没有能力）管理大规模资产。而另一方面，客户的最终选择也多是架构庞大、收费很高的投资管理集团，而不是运作灵活、以提高投资收益为第一目标的初创GP。

顶级的成熟咨询公司一般在投资委员会面前都表现得相当中立，使投资委员会相信可以放心地把投资决策交给它们。所以咨询公司给客户带来的业绩往往不会特别出色，但风险方面较为可控。目前，越来越多的咨询公司开始向客户提供类似母基金的服务，这样一来咨询公司必须保持向客户推荐其他GP的中立性，否则会产生与客户之间的利益冲突。

【扩展阅读】

LP投资过程中顾问机构的使用

LP在投资私募股权基金的过程中拥有非常多的专业中介顾问机构。它们之所以存在是因为大部分机构投资者对私募股权资产类型不够了解。以中介形式的投资顾问机构第一次出现于18世纪70年代的美国，当时它们与公共养老金计划形成了紧密关系，这些公共养老金计划通常需要符合严格的监管要求，这就迫使公共养老金计划聘请专业的投资顾问机构。投资顾问机构致力于帮助客户设计资产类别的配置策略，构造私募股权投资组合，进行基金尽职调查和基金选择。诸如保险公司、养老基金、银行、家族基金、捐款基金、基金会、高净值个人这些投资者常常甚至同时聘请数家投资顾问机构。

（一）投资顾问机构的选择

母基金就是这类工具的最典型代表，通过众多投资者组成资金池，并利用手中的资金实现私募基金多元化的投资组合。此外，咨询公司也可以不同程度地参与其中。它们的角色类似于中介，需要由其客户（直接或间接）做出最终决定。投资顾问机构帮助客户实现配置基金的投资组合。这样一来，机构投资者作为LP，在专业中介顾问的帮助下，可以更顺利地与有资金需求的GP及其私募股权基金建立联系。

图9-1总结了不同类型的投资顾问机构及其典型代表企业。当然，对于LP而言，私募股权投资既可以在LP机构内部执行也可以外包给专业的中介机构。由于LP建立进行私募股权投资必要的基础设施是困难并且有限制的，因此外包常常是更有吸引力的方案。具体的优劣势分析如表9-1所示。

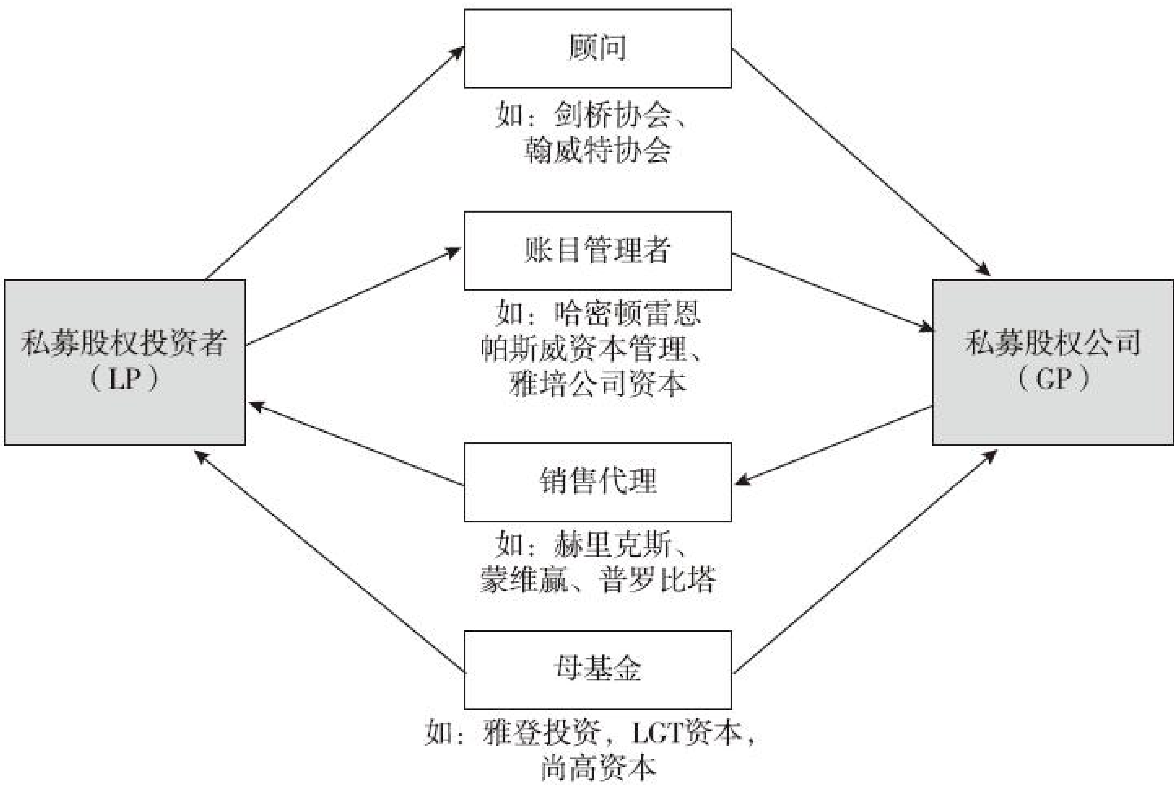

图9-1 LP私募股权投资中介机构体系

表9-1 LP选择进行外包的优劣势

	LP 内部自己操作	外包给中介机构	
		咨询公司/账户经理	母基金
优势	机构投资者可以建立并保留经验； 与机构其他活动具有协同性； 可以进行小规模的投资	可以提供"定制"的解决方案来满足机构的需求； 拥有经验丰富的人力资源	机构可以允许更小的投资规模并且仍然达到分散化(扩张)； 可以将许多大型基金压缩成伞形基金； 全部外包可以为技术和管理的复杂性提供解决方案
劣势	研究、尽职调查、持续监测、报告和管理的负担较重； 雇用和留住经验丰富的私募股权专业人员需要激励机制，但这通常与机构文化不符； 采购涉及有限的地理范围	若项目不是可任意支配的，则需要机构的主动参与； 母基金或其他中介管理的大型任意支配账户可能产生利益冲突； 需要更大的投资规模	很小或没有可能影响投资项目； 机构投资者很难学习到经验； 在经济繁荣时期伴随巨大的资金流入，疏导融资周期的高度驱动会导致表现不佳

（二）选用顾问机构的流程

LP投资者可以聘用一家领先的投资顾问中介公司，获得相当于"一站式"的所有服务。投资者也可以考虑通过"最佳组合"的方式聘用多家各方面领先的投资顾问公司。两种方式各有优势和劣势。

全部外包给一家机构（例如母基金）可以使得资本在私募股权投资中快速发挥作用，尤其是以"一站式服务"的形式提供大量的综合服务。但这也有不利之处，一家投资顾问公司不太可能以同样强大的方式提供所有的服务。换言之，"一站式服务"往往是一个次优的解决方案。进一步，服务目标是在它们的项目管理中具有自主权的机构投资者，将它们从投资顾问公司学习到的服务为所用是很困难的，因为在服务买方和卖方之间进行转换成本不低。

另外，LP投资者可以向不同的提供商购买私募股权服务，以此在不同的领域都获得最好的服务。但是这种"最佳组合"策略同样

是存在问题的：需要权衡定义、采购、集成一些第三方服务机构的成本，以及需要对它们的贡献进行管理和协调。这些可能会抵消这一方式带来的好处。在现实中，纯粹的“一站式服务”或者纯粹的最佳组合方法都不是完全可行的。由于不同范围服务的需求，多种咨询服务常常同时进行。

（三）开展投资项目的阶段

即使选择一个内部解决方案，建立一个成功的私募股权项目还是需要若干年专注的努力并且需要分阶段进行，涉及不同类型的投资顾问公司。通常来看，有3个主要阶段。

启动阶段：在最开始的第1年至第3年，该阶段的目标是在正确启动私募股权投资；这需要理解市场是如何组织的，市场的问题和缺陷，以及私募股权的风险和回报。对于新进入私募股权这一资产类别的LP投资者来说，基金组合配置提供了立即获得必要技术的机会，包括如何有效启动它们的私募股权投资项目；经过一段时间后学习到尽职调查和流程选择，以及如何发展执行一个良好的投资策略。

发展阶段：发展阶段通常在第3年至第5年之间。LP机构常常专注于建立一个专门的私募股权团队，其须具有发起基金提案、进行尽职调查、构建和协商基金协议、有限合伙协议签章后监测基金的能力。在这个阶段，同时使用一个客户经理是明智的选择。一段时间之后，随着公司内部员工经验的获得和他们自信心的增长，更多的项目将会引入公司内部。

扩张阶段：该阶段的目标是项目启动5年后，私募股权投资团队的技能得到强化并且在全球具有影响力。二级市场交易能力和共同投资能力对于投资私募股权基金的成功必不可少，但是在基金估值、投资评估和形成退出时还需要额外的技能和经验。为了实现这个目的，过程和步骤需要被很好地规定。投资顾问机构（主要是咨询机构）仍然需要有选择的使用。最终，机构投资者需要越来越多

地给予适当的激励机制，用于留存和激励已具有丰富经验和完善知识的内部私募股权投资团队。

第四节 投资决策流程

LP合理的投资决策流程应该对投资委员会与投资管理团队在投资过程中遇到的各类问题分别给予侧重并着力解决。在这个过程中，需要重点关注3个层次的流程框架：

政策决策：侧重长期目标，体现投资程序的基本构架。

战略决策：代表中期目标，使长期政策决策适应当前的市场机会以及LP的实际情况。

战术（交易）决策：是政策和战略的短期应用。

一、政策决策：资产配置

对于LP而言，政策决策最重要的目标是资产配置的制定，这是投资决策过程的核心环节，也是基金组合管理最重要的因素，决定着私募股权基金最终的表现以及基金的性质。作为LP，最重要的任务就是建立以资产配置为基础的决策框架。没有约束力强的、严谨的资产配置决策过程，也就谈不上有效的组合管理。

通常情况下，对资产配置的讨论通常在LP的年会上进行，这也需要投资管理人积极“做好功课”，在年度会议召开前，将拟提交讨论的议题向投资委员会进行简要的说明。投资委员会主席应该鼓励投资委员会成员对与这些议题相关的话题提出建议，供投资管理人一起思考。这一过程如果组织得当，将为审慎的投资决策打下良好的基础。

这里需要强调的是，LP的资产配置目标最好且应当在年会上每年评估一次且仅此一次。这样做一方面能通过集中讨论政策决策，使最重要的决策同时得到投资委员会和投资管理团队的重视。另一方面，对政策决策的讨论限制在年度会议上，可以避免在市场极度低迷或极度繁荣的时候，机构投资随波逐流，做出不审慎的资产配置决策。

二、战略与战术决策

如前所述，投资过程中重中之重的资产配置决策是通过LP的年会进行的。此外，每年召开的其他会议将负责做出其他重要的战略性决策。例如，每财年过后的组合评估例会，主要是对组合的整体表现和每个资产类别的表现进行评估。这些会议主要是结合当时的市场情况，对每个私募股权资产类别进行深入的分析，以找到影响重要投资机会的各种因素，包括将每个资产类别与基准指数进行比较。通过对每个资产类别的规模大小、行业分布和风格特点与基准水平进行比较，投资委员会站在回顾过去和展望未来的角度，对组合管理进行评估。总而言之，这样的组合评估可以起到评估前期业绩和制订未来战略计划的作用。与此同时，个别资产类别的讨论会议可以使外部中介机构参与进来，与内部的投资管理人和投资委员会成员讨论共同关注的市场热点话题。

三、风险和挑战

即使在构建好了上述的政策决策、战略与战术决策，在LP的投资决策过程中，依然会面临很多风险和挑战。首先，很多LP往往只是借长期投资之名，而行短期投资之实。LP的投资期限越来越短，可能与人类本性有密切关系，追求及时的满足以及在激烈竞争中的求胜心理。

其次还有一点也不可忽略，由于人类的本性是希望自己的贡献能够得到肯定，所以对投资委员会成员和基金管理人来讲，都希望在私

募股权基金配置组合上留下自己的“印记”，这样也就埋下了隐患，如果基金或者组合的投资时限超过了基金管理人或者投资委员会成员的任期，出现问题的概率会更加大。为了解决这个问题，LP一定要明确认识投资时限与个人任职期限的“断层”，并在投资决策过程中考虑这个因素。与此同时，LP需要保持管理层的连续性。长期投资策略扩展了投资范围和机会，使LP能够从短期投资者的非理性投资行为中获利。但长期投资通常意味着较高的内在风险，所以机构也一定要建立相应的应对机制。

四、业绩评估

LP在进行了投资之后，后续的对基金投资团队或者外部中介顾问机构的业绩评估同样是一个重要的环节。LP需要对基金投资的业绩进行持续评估，并采用定性和定量相结合的方式。定性因素中最重要的一点是判断基金投资负责人的专业素养和工作态度，这也是决定一家LP是否能够做到卓越的最重要因素。其他的定性因素还有负责人是否坚守投资原则等。若聘请了外部中介机构，LP与其定期的会面也是重要的评估途径。

投资收益的数据是业绩评估过程的一项硬指标。LP通过基金的收益率与市场基准进行比较，评估其投资的成败。这里需要注意的是，LP在考虑收益率时，还要考察与此收益相关的风险。定量分析方法在业绩评估中非常重要，因为它可以把复杂的组合构建简化为精确的数据。但是LP也不能忽略软性的定性因素。只有平衡好了定量和定性的评估指标，才能全面地对业绩进行客观的评估。

第五节 内部控制

对于LP的运营管理，后台操作是一种容易被忽略但非常重要的风险来源。多数LP的投资团队不会关注操作过程中的风险，而仅仅将注意力集中在基金的组合管理和具体战略制定。只有当出现重大经营失误时，内控问题才会引起大家的重视，但这个时候往往为时已晚。

内控的缺陷往往是事故发生的根源，即使是看上去不起眼的问题，有一天也会引发巨大的灾难性事件。内控缺陷还会诱发欺骗和渎职行为，导致巨大的损失。想要避免这种后果，就必须事先进行周全的规划。但令人遗憾的是，往往只有在重大损失发生后，LP才会重视这些看似普通的日常操作。

因此，LP应该定期针对操作过程进行独立、全面、深入的外部评估。对于不是特别复杂的私募股权基金组合，内部稽核人员通过合作审计可以对基本问题进行把关。而复杂的基金投资组合管理加大了工作的难度，一般的通才型稽核人员难以胜任，需要有专业人士参与，这样才能进行全方位的评估。

尽管一流的会计师事务所的审计以及IT系统的防火墙隔离设置构筑了内控风险的一道坚固的防线，但是在目前复杂的私募股权基金投资管理中，必须加入专家团队非常规、无限制的稽核，并为LP提供风险控制的战略性指导建议，在解决现行问题的同时，防患于未然，真正做好全方位的内部控制。

专题研究 母基金：协助LP投资的重要中介力量

正如本章第三节所阐述的那样，母基金是LP在投资管理过程中最重要的中介顾问力量。本专题将详细阐述母基金的中介职能、LP的外包方式以及整个母基金在LP投资私募股权过程中所构建的生态系统，

此外，还将从LP的角度介绍选择母基金作为中介顾问机构的独特优势。

母基金的结构起源可以追溯到19世70年代晚期，但其主要成长于19世纪90年代。当时这一产业在美国得以迅速发展主要原因是1996年SEC规则的改变。1996年之前，只有少于100个被信任的投资者允许参与基金投资。在规则改变之后，允许基金从499名合格的投资者那里扩大资本。在这段时期，美国风险资本的成功和高净值个人的大量增长造就了对母基金这一投资工具需求的高速增长。

图9-2展示了母基金的投资过程。母基金作为投资顾问公司，可以完全自由支配和管理多个投资者的资本池。在这个过程中，机构投资者加入由其他投资者组成的资金池中，并且将建立和跟踪私募股权投资的责任完全移交给母基金。在费用方面，母基金将收取上述捆绑的服务费，通常是固定按年收取，而不是像咨询公司那样收取短期聘用咨询费。

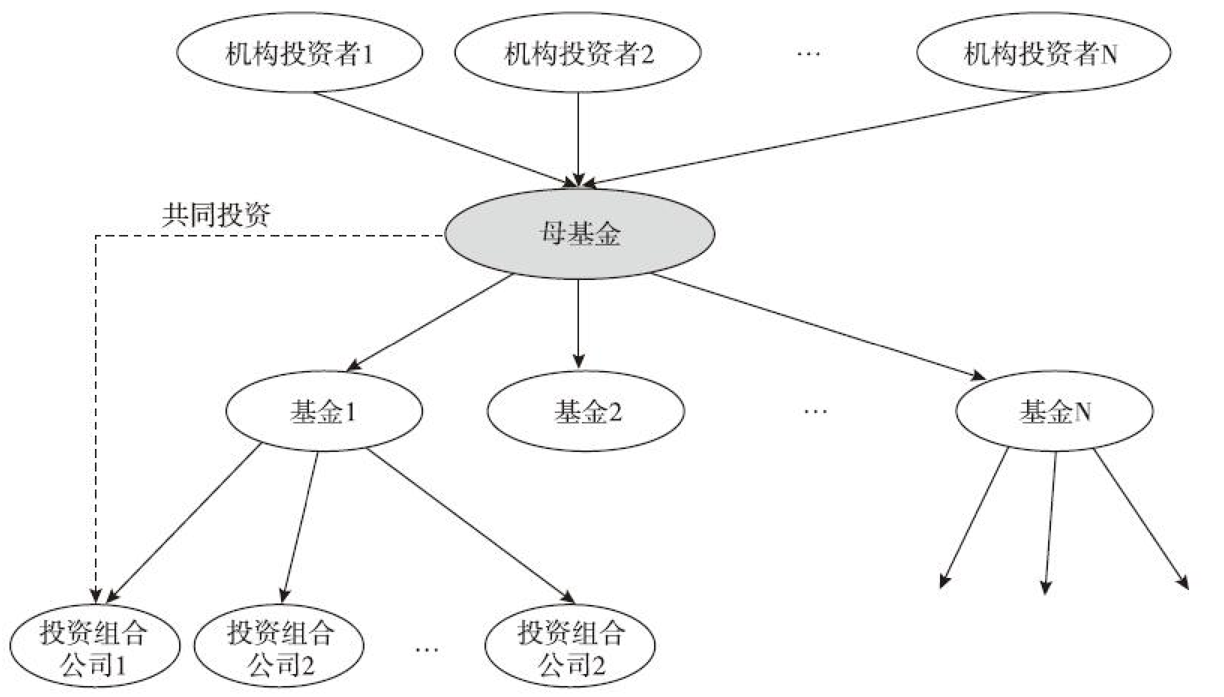

图9-2 母基金的投资过程

一、LP外包母基金的形式

LP将私募股权投资外包给母基金可以采用各种各样的形式。表9-2列出主要的3种方法：独立账户、混合账户（一对多账户）、私募股权工具池（集合投资工具）。

表9-2 LP外包母基金的形式

	独立账户	一对多账户	集合投资工具
特点	单一投资者； 根据投资者的特殊需求设计和执行投资策略； 量身定制解决方案； 小规模	两个或更多投资者； 投资者对涉及和执行投资策略有较强影响； 普通模板和限制； 中等规模	众多投资者； 投资策略通过母基金发展、销售和执行； 从投资者的视角考虑投资策略具有较小灵活性； 大规模

（一）独立账户

独立账户是针对单独机构投资者开立的账户，它具有固定的存续期，在基金经理的协助下形成满足对特殊法律、税收、策略的要求以及其他投资组合管理要求的结构。上述要求可能包括对特定市场的排斥性投资要求。此外，协议通常只有两方并包含保密条款。从投资者的角度来看，独立账户是到目前为止最灵活的选择，但也需要其他一些额外的配合，包括识别合适的母基金经理以及寻找到合适的结构。尽管如此，相比其他母基金的结构，LP投资者更倾向于独立账户。

首先，它对投资者转换为管理者给予了更多的灵活性，比共同投资者变换结构更为容易。其次，独立账户的费用低于纯母基金的费用（低0.25%~0.5%），这主要因为虽然大家可以通过其他方式对费用进行商定，但因独立账户低廉的费用仅针对具有大量资金需求的投资者，而大型投资者议价能力强。所以对于母基金经理，与针对大量投资者形成的规模效应相比，这一方法在本质上是低效的。典型的独立账户规模在1000万美元至2000万美元之间，但一般开设独立账户通常

需要至少5000万美元并委托超过2~3年，否则母基金经理将不能覆盖其服务成本，特别是若需要成立一个专门团队来进行服务。

由于规模在资产管理中是一个至关重要的成功因素，因此对于母基金管理者来说，执行真正量身定制的独立账户是具有挑战性的。一方面，独立账户的基金经理依然需要负责和监管当局就费用谈判、离岸结构设计等方面进行沟通。另一方面，LP投资者可以对投资策略及其执行（例如，在管理者提出的基金选择方案上行使否决权）以及在投资期间投资策略的调整产生重大影响（例如，为了应对不断变化的需求，对剩余资产组合转换投资重心及流动性进行调整管理）。

（二）一对多账户

常常会有两个或更多的机构有相同的目标，例如专注于类似的地理区域、行业、风险资本或社会责任投资，所以在一对多账户中可以分享相同的资产配置。相比于使用以下会提到的简单明了的集合投资工具，这要求它们更加慎重。

一对多账户对于母基金来说是具有吸引力的，因为这样有利于扩大他们的投资者基础并且使管理的资产增长。大型客户在一对多账户中得到折扣的机会比较少，因为随着投资者的增加，议价能力逐渐转换到基金管理者这一方。对于一对多账户，通常提取约1%作为费用，当拥有更多管理资产时，总体的营利性将进一步提升。但无论是LP投资人还是母基金管理者，在管理越来越多的资本时，都需要专注于基金规模增长后的投资策略，以适应资产配置的需求。

（三）集合投资工具

随着管理资产规模的增长，相比于LP投资者将资本投放在传统大型母基金池中，独立账户和一对多账户的效率便会相形见绌，这种基金池称为集合投资工具。它通常有有限合伙关系和上市母基金两种方式。

有限合伙关系：集合投资工具典型地反映了私募股权基金结构和有限合伙企业形式，有限合伙企业由GP管理日常的运营。通常，在投资期内策略是不可以被调整的，因为它是母基金筹集资本所依托的基础。大多数母基金需要百万美元以上的最小投资，这是需要接触私募股权的投资者面临的一个问题。此投资者需要给予12年或者更久的出资承诺。如果需要退出这一工具，LP投资人可以在私募股权二级市场折价出售其合伙关系权益或者拒绝履行新的出资义务（但是会受到罚款）。

上市的母基金：上市的私募股权母基金能够提供流动性并且快速建立多样化的私募股权投资组合。通常来说，母基金上市是为了吸引小型投资者，例如高净值客户，投资者不需要通过建立专门的流程及承担非上市投资的流动性问题就可使用私募股权资产池。通常的有限合伙关系结构中，母基金投资者严格控制资金的使用（例如根据资本要求严格分离管理费用），而上市的私募股权母基金有着类似于信托的结构，这一工具增加了资产配置策略的灵活性并且拉近了LP投资者与私募股权基金之间的距离。

二、LP使用母基金的优势特点

母基金通常根据承诺资金收取0.5%~5%的管理费用，收费标准以0.5%~1%为单位变动，高净值个人客户通常付费比例为1%~2.5%，通常对于较大金额的委托会有一定的折扣。在费用表中有一项是附带权益的形式（通常是收益的0%~20%，其中5%被标准化），通常再结合5%~15%的最低预期资本回报率。

母基金存续期一般为10~15年，一般在3~4年的投资周期中进行识别匹配目标基金的工作。为了保持一致的利益，母基金管理者需要贡献1%~2%的资源，因此也可以视为在管理他们自己的资金。投资者对于合伙关系的管理没有控制能力。除了业绩成分，母基金很大程度上是被管理费用驱动的。对于私募股权中的大型和经验丰富的投资者来

说，通过合理配置资源，母基金可以作为投资策略的补充。母基金管理以下投资活动可以得到互相补充。

一级市场上对新基金的投资：由于信息不对称，这类投资具有“盲池”的特点，因此对基金管理团队的技能评估是最重要的。

选择性地与GP共同投资：该业务类型需要直接投资的经验和技能。

二级市场上对现有基金的投资：对于大多数行业投资参与者，一般是特定细分行业的利基投资，有能力评估和提取在投资组合中公司的价值并具有快速的执行力是成功的关键因素。

虽然管理费用可能代价不小，但是母基金提升了许多方面的价值（例如，通过给予投资者即时的多样性并扩展他们的金融资源）。母基金提供了对私募股权基金管理人以及基金本身进行评估的解决方案，通过提供一些附加的服务（例如风险管理），如利用它们在尽职调查和监测的专业化程度帮助LP投资者解决对资产类别不熟悉产生的信息缺口问题。最终，母基金为专业投资人士提供合适的激励措施，并且帮助改进有限合伙协议的项目和条款。

（一）成本

LP内部团队每年的费用成本与典型的母基金相比明显要高。相关研究表明，由于没有规模经济，内部团队每年的费用是母基金每年收取的费用的3倍多。即使有5%的收益分成，母基金收取的费用对机构投资者的收益的影响仍比内部费用低。

事实上，聘请仅提供建议的投资顾问公司也要支出类似的成本。此外，顾问公司对10只基金提出建议就要收取10次咨询费用，而母基金仅有一次收费。对于大型机构投资者，通过母基金的中介服务允许它们专注于核心业务，这些优势超过对成本的考虑。

（二）多样化和扩展性

因为私募股权投资往往规模不大但需要投入大量的管理工作，小型LP机构很难实现有效的多样化，而大型LP机构投资于私募股权又存在成本的不经济性。由于多样化需求的存在，母基金成了解决上述问题的最佳选择之一，主要表现在以下方面：

分散化：母基金被私募股权投资者视为“避风港”，在新技术、新团队或新型市场尤其如此。由于母基金通过分散化，实现合理的下限保护，它与单只基金表现类似但是很少出现极端现象。

扩张：母基金与私募股权基金相比要求最低的承诺责任。通过向上扩展，较小机构投资者可以通过覆盖更广泛基金集合达到理论上的分散化，并且达到最小有效规模。

收缩：大型机构能够利用母基金实现投资的规模经济，而不用受累于各种小规模的投资建议。这样做可以极大地提高效率，因为许多繁复的基金审批对于母基金可以变换成一个综合性的审批。

（三）接近顶级基金团队

顶级的私募股权基金难以发现、评估和监测，同时具有较高的投资回报基本承诺，并且依赖于整体市场形势，通常不对新的LP开放。而对私募股权公司而言，筹集资金是一个很大的负担，但由于母基金汇集了各类LP投资者，它易于形成有限合伙关系。与此同时，母基金具有一致的投资形式并且致力于提供资本来源便利、可信任的资产类别。不同于其他机构，例如养老基金或银行，来自高层的压力可能会改变其投资策略。对于母基金来说，私募股权是其唯一的业务。作为专注于该行业的专家，母基金可以通过自身的网络或提供额外的资金在某些交易中帮助管理者。基金管理者认为，所有这些使得母基金适合有限合伙关系。因此，母基金对于改进有限合伙协议的条款和对于基金管理者潜在的不良行为形成一定的威慑作用。

（四）增值服务

随着时间的推移，LP投资者在私募股权资产类型的投资中越来越有经验，并且更加适应在内部开展一些项目。因此，母基金面对持续流失客户需要提供更多的增值服务。

监测：在私募股权基金的公司治理结构下，监测是LP的义务，包括审批程序、流程、豁免、修改有限合伙协议以及审查估值合理性。但通常情况下，这需要付出巨大的努力，如与关联方进行常规的沟通，包括参加董事会和年度会议，服务顾问委员会，并且非正式访问或邀请投资组合公司。此外，监测包括跟踪计划与执行策略、分析基金财务投资业绩、评估撤资信息、分析相关市场趋势和投资组合风险、保持持续的法律和税务合规等。一个充分的监测系统可以减少私募股权基金背离有限合伙协议可能性。此外，监测不仅仅与特殊资金投资相关，同样需要考虑投资母基金的成分并且通过积极的投资组合管理纠正严重的失衡情况。这些系统化的复杂工程，对于外包给母基金更高效方便。

研究：由于私募股权越来越成为一个国际性的资产类别，投资者需要处理时间和空间方面的问题。为了成功，需要建立一个面向全球的研究过程来辨别区域性，寻找和评估本地一般合伙人，采用正确的激励构建合同并根据国家法律法规建立保护投资者的条款。相比一般的机构投资者，母基金可以通过特定的知识和国际化的专家来构建地域分散化的投资组合。

风险管理：风险管理和相关任务（如流动性管理）以及尽职调查都是巨大的挑战。成功的管理需要考虑总体投资策略之间的相互依赖性，需要对未提取的资本、可用的资源以及时间进行统一管理。因此，对于一个复杂投资，尤其是需要达到较高的整体回报要求的，不仅需要量化模型和金融工程技能，更需要一定高度的判断和管理规程。这需要一个全职的专业团队（如母基金）充分调配资源，实现对

于数据库和模型的研究，在尽职调查、谈判、建立合同方面具有技能和经验。

特殊情形的处理：不是所有的投资都能依照计划进行，LP经常需要面对特殊的情形（例如濒临破产的基金）。有许多办法来处理这种情形，例如在二级市场售卖、重构基金、构建单边基金或者引入新的管理者并给予他们新的激励来促使他们尽力经营投资组合公司。母基金在处理这些烦琐问题方面通常拥有更好的渠道和优势。

（五）积极的投资组合管理

经验丰富的私募股权基金投资者通过在二级市场上购买和出售、资产证券化或共同投资，来进行积极的管理而创造价值。这类交易与普通机构投资者相比，需要更多专业技能和经验。

二级市场交易：近年来，私募股权二级交易变得越来越复杂。它们要求详尽的尽职调查，包括复杂的估值。与此同时，与一级市场交易相比，它们需要持有大量现金。基于这些原因，有经验的母基金操作这方面的业务更为合适。

资产证券化：当二级市场折扣过高，通过证券化减少暴露是相对于低估值收买资产的另一个可选途径。另外，通过对投资母基金的证券化，可以进一步注入流动性到投资过程中。这一金融技术是重要的投资组合管理工具。

共同投资：共同投资是私募股权基金和它的一个或多个LP之间的融资活动所构成的联盟。基金管理人缺乏资金资源，而LP团队通常缺乏技术、行业知识和特定行业网络，这将带来功能上的互补。类似于二级市场交易，共同投资可以降低J曲线影响并改善资本部署和收益。基于共同投资的风险与回报关系，共同投资各方经常在直接投资和正常的合伙关系之间徘徊。共同投资相比于投资于私募股权合伙关系具有更大的风险性。

（六）激励

虽然机构投资者不缺乏具备技能的员工来评估投资意向和构建交易，但内部的激励机制往往与私募股权市场的表现是不匹配的。对于典型保守的和具有资历的机构，例如银行、养老基金或者保险公司，理论上无条件的附带权益不适合固定工资机制。另外，内部项目的运行不依赖于与投资表现相关的激励是有很大问题的。外包给母基金是对于这个问题很好的一个解决办法。最终，母基金作为专家的角色，给经验不丰富的投资者进行解释，表明基金仍然是合理的并且落在J曲线之内（尤其在早期出现巨额损失时）。

第十章 LP的投后管理和增值服务

第一节 投后管理的关注要素

在投资完成后，LP投资人仍然需要投入精力进行监督和管理工作，以保证该私募股权基金按照既定的投资策略进行项目投资，同时有效控制风险，提前预防可能对投资人产生利益损害的事件发生。LP对私募股权基金的投后管理是保障私募股权基金获得预期收益的重要手段。

很多时候，LP与GP其实是双向选择，LP希望选择卓越的基金管理人并进行长期投资，而GP自身也有可能因为突出的投资业绩和超越同行的专业团队而受到LP的争相追捧。特别地，在市场竞争较为激烈的情况下，对于LP投资人而言，部分优秀的基金管理人由于业绩优秀且资金来源丰富，能否获得这些私募股权基金的“青睐”而成功地对该优秀基金进行投资，是LP自身需要仔细考虑的。除取决于LP投资人的实力外，还取决于投资人是否有一个专业的投后管理，甚至是投后增值服务体系。如果LP投资人有一个专业、完善、合理的投后管理体系，有大量的资源可供优秀基金整合，则更容易促成该项投资。

本节将逐一讨论LP在投后管理中需要重点关注的5个要素，这里可以将基金管理的主要目标总结为：保持基金管理团队的稳定性；形成具有自身特征的投资风格和投资策略；建立有效的激励约束机制；对合伙协议及合伙人团队进行动态调整，完善组织治理结构，提高组织决策效率；化解组织成员间的利益冲突，提高投资者与基金管理人之间的利益一致性。

一、基金管理人团队的稳定性

私募股权基金管理团队的变化，包括管理团队成员的增加和减少，对该基金未来的业绩都有可能产生重大影响。对新增的管理团队成员，LP要了解该成员的背景和经历以及他的加入对基金的意义和作用；对于离职的管理团队成员，要及时了解离职的原因和去向，该成员的离职是否会对基金的投资产生较大的影响，如果是关键人士，则需启动关键人士条款，对基金的投资和定位进行重新考核和评价，重新做出投资决策。具体需要搜集的信息如表10-1所示。

表10-1 新增和离职管理团队成员需搜集的信息

	新增人员	离职人员
基本信息	姓名、性别和年龄 专业背景 工作简历	
特定信息	入职时间 入职岗位 投资业绩 招聘来源 激励约束机制	离职时间 离职岗位 离职前工作职责 离职原因 离职后去向

如果新增管理团队成员肩负较为关键的岗位或职责，在必要的情况下可以和新增团队成员进行面对面的沟通，以便对该成员的特点有更加深入的了解，进而对整个基金管理团队的运营效率和特点加以把握。如果离职的人员职位较高或者在基金管理团队中处于比较重要的岗位，在必要的情况下应该与该成员进行面对面的沟通，了解其对该基金的看法和离职原因，进而了解基金团队文化的特点和不足。

在基金成立初期，会约定若干管理团队的核心成员作为关键人士，一般来说，这些成员对基金的整体运营或投资业绩会产生重大影响，同时，投资人一般会要求在投资协议中列明关于关键人士的相关

条款。如果是关键人士离职，且该关键人士的离职符合投资协议中关于关键人士的条款，则需启动关键人士条款，根据投资协议中的相关约定，对基金的下一步运作采取相应的措施。如果该关键人士离职还不足以启动关键人士条款，则需要投资人对该关键人士的离职给予充分的重视，要与该关键人士进行一次或数次、面对面的、正式或非正式的沟通，确保深刻了解该关键人士的离职原因，并分析该基金管理团队在文化、激励机制等各方面可能存在的问题。更重要的是，要把这些问题与管理团队核心成员进行深入细致的沟通，探讨可能的解决方案，以保障基金可以在未来的运作中保持团队的稳定性，并弥补可能带来的对基金品牌、声誉、投资业绩等的影响。

二、投资策略和风格

如前述章节所述，私募股权投资是一种长期投资，资产流动性差，LP投资人不容易轻易撤回自己的投资。因此，在投资之初，投资人一般都会采取投资组合策略，投资不同风格的私募股权基金。如果一只私募股权基金突然改变投资风格，会对该投资人的投资组合策略造成影响。此外，基金管理人由于在之前的投资实践中已经形成了自己独有的投资策略和风格，并积累了相应的资源和经验，例如熟悉的投资领域、熟悉的投资阶段、熟悉的投资区域、熟悉的投资策略、熟悉的退出策略等，如果突然改变投资风格，也会给基金的投资收益带来巨大的不确定性，甚至是投资风险，由此给投资人带来意外的损失。

因此，对于一只成熟的私募股权基金而言，其投资风格和投资策略不应轻易产生巨大的改变。但在一些特定的情况下，基于一些因素的考虑，有些基金管理人往往改变其投资策略，例如，随着基金业绩的体现，基金管理团队可以募集到更多的资金，有一些基金管理团队无法抵御管理资金规模扩张带来的管理费收益，因此不顾投资策略和团队管理能力的局限，迅速扩张资金规模。随着这种资金规模的扩

张，随之而来的是投资压力的增大，有些基金开始改变投资策略，不断扩大投资领域，扩大投资区域，改变投资阶段和投资计划，调整退出策略等，这种投资风格和投资策略的改变，由于有大量资金没有投资于他们熟悉的领域、熟悉的阶段等，会产生巨大的风险。一旦这种风格改变没有成功，他们的名誉将严重受损，甚至影响基金的后续募集，但这种风格转变带来的风险往往在几年以后才能显现。

作为一个清醒的投资人，LP应该更加倾向于选择一个作风稳健、愿意持续地保有一致性投资风格的基金管理团队。当然，这种一致性并不是说一成不变，基金管理团队需要根据环境、市场状况而进行投资风格和策略的微调，以适应环境的变化。只有保持了一致性和灵活性的相对平衡，基金才可能持续不断地获得优秀的业绩。

投资策略一般包括投资区域策略、投资领域策略、投资阶段策略、投资理念、退出策略等，本书已在第三、四章进行了详细阐述。LP应该随时通过收集的信息对基金管理团队的风格进行分析，确保该基金管理团队以一种具有持续性和一致性的风格进行投资。

三、激励约束机制

对于成功的私募股权投资机构来说，最为重要的因素是投资管理人及其团队。吸引人才、留住人才并且最大程度的激励人才，才能造就一只优秀的私募股权基金。因此，必须采取多种激励方式，通过对各类人才的合理激励来克服道德风险和逆向选择问题。

激励制度设计要紧紧围绕如何对管理者进行激励这个基本问题。由于存在明显的委托代理关系，在有限合伙制组织中，往往采取较高的剩余分享制度，如基金投资收益会优先用于偿还投资者本金及承诺的投资收益，剩余收益在LP投资人与基金管理人之间进行分配，一般比例为80%：20%。

在私募股权基金组织中，投资人是货币资本的投入者，而基金管理人除了投入一部分货币资本外，还要投入专业性很高的人力资本。LP投资人不参与管理，而投资基金的管理运作由作为基金管理人——私募股权投资家负责，资产的控制权掌握在投资家手中，所有权和控制权得以分离，投资家的投资决策效率将得到提高。但由于信息不对称非常严重，通过剩余索取权的合理分配，以剩余收益作为基金管理人的人力资本产权的计量方式，就成为私募股权基金组织的合理选择。剩余索取权的具体分配比例取决于双方讨价还价的结果，也取决于对基金管理者进行监督的成本。合理的分配比例是基金管理者获得强激励的基础。

投资人与基金管理人之间的委托代理问题需要设计相应的激励制度来予以克服，也需要内外部的约束制度来予以规制。组织内部的约束制度可以总结为控制权机制，组织外部的约束制度可以归结为声誉机制。

私募股权基金一般采取有限合伙制度，这种制度本身实际上就是激励制度和控制权制度的有机结合，一方面，通过高额利润分享对基金管理人实现强激励；另一方面，也存在重要的约束机制。对于LP在投后管理过程中具体如何设计和执行“激励约束机制”，本书将在本章的专题研究中展开详细讨论。

四、合伙人和合伙协议的变更

（一）合伙人的变更

在第五章的专题研究中，我们得出了结论，对于私募股权基金能否成功，最重要的因素之一是拥有高素质的合伙人团队。这个团队的构成结构极为重要，即合伙人个体之间能够具有强互补性，合伙人能够在社会声望、专业水平、管理能力以及社会关系等方面形成一加一大于二的效果。一般来说，不同合伙人之间会存在明显的能力差别，

每个人都具有自身的特有专长，如有人专长于管理、技术或者财务，而有人则专长于营销、战略或者组织等。在选择合伙人时，需要竭尽全力排除非能力因素的干扰。合伙人团队的威力就在于能够将不同能力有机组合起来，利用个体合伙人的特定专长，为基金创造额外的价值。另外，需要注意的问题是，在同一种能力上，一般不需要两个合伙人。因此，在基金运作过程中，合伙人之间也是需要磨合与动态调整的，最终形成一支高素质、多元化的合伙人团队。

对于合伙组织来说，合伙人之间在沟通、协调以及决策上达成一致，实际上并非易事，存在较高的组织成本（实际上这也是一种交易费用）。因此，合伙人团队本身也存在某种最优规模，合伙人过多，组织成本过高，而合伙人过少，则可能在能力方面有所欠缺。因此，应该根据组织的资本规模、能力需要以及组织成本，配备适度规模的合伙人团队。由于引入新的合伙人一方面可以带来能力的提升，另一方面也会带来组织成本的增加，因此在边际上是否接纳一个新的合伙人，取决于其给基金带来的收益与成本的对比。

只有那些不可替代的关键性人员才有资格成为合伙人。比如，基金对投资对象的分析可以交给专业的研究人员处理，而不必引进一个具有分析才干的合伙人；沟通和谈判的工作可以由助手完成，也未必需要新的合伙人加入。合伙人之间的适配性测试在选择合伙人时进行，问题不在于一个潜在的合伙人是否是一个完美之人，而在于合伙人之间是否彼此尊重、理解、有默契。尽管基金的不同合伙人之间有着很大的独立性，但毕竟是同属一家企业，要有同样的声音。那些处处彰显自己，导致基金内部离心离德的合伙人，往往还是会被驱逐出去。

（二）合伙协议的变更

合伙协议是合伙组织的宪法。合伙组织能否成功运作，在一定程度上也取决于合伙协议的完善程度。一般来说，合伙协议应该包括如

下内容:

合伙组织的一般性条款，主要说明基金的名称、地址、目的、平行基金、LP的责任和GP的责任等问题。

有关基金的管理和经营的条款，主要说明其治理问题，包括基金管理人的职责、管理公司、与分公司的交易等。

有关基金的投资限制、新的投资基金的构建和投资机会的有关说明。

基金费用的有关说明。

有关承诺和出资问题，特别注意出资的时间问题、出资的比例问题、出资违约处理方案和某个投资人的出资违约责任。

有关基金收益分配问题，特别注意分配的先后顺序和分配的数量。

有关基金解散的条件、解散时的财产分配问题。

上述几个方面，除一般性条款外，实际上都涉及组织的治理和决策以及风险分担和收益分配问题，关乎每一合伙人的切身利益，因此，需要在基金运作过程中以及引入新的合伙人时进行动态的变更和调整。所谓“先小人、后君子”，合伙人之间彼此信任固然重要，但在经济利益面前，彼此信任是需要制度保障和约束的，否则，就无所谓委托代理问题了。这里的意思是说，即使各个合伙人之间互相熟悉，也值得在合伙协议方面投入一些成本，从而为基金的未来运作打下坚实的制度基础。合伙协议不可能涵盖基金运作的每一个细节，但应该能够给基金的运作确定重要的框架和原则，依靠这个框架和这些原则，基金可能在以后不断进行具体制度的补充，并且这些补充完善可以不必付出巨大的制度成本。

五、利益冲突

所有组织出现的问题实际上都起源于不同组织成员之间的利益冲突，区别在于不同组织的利益冲突严重程度有所不同。利益冲突的程度主要取决于：组织成员之间信息不对称程度；组织成员间的信任程度；组织的规模；激励约束制度。

在此，本书主要探讨在投后管理过程中由于信息不对称所导致的利益冲突问题。具体到私募股权基金，其利益冲突主要集中在基金管理人与LP投资人之间，或者说基金管理人与投资者之间。投资者投入大部分资本，基金管理人做出具体投资决策，两者之间的委托代理关系十分明显。由于信息不对称，两者之间的利益冲突难以避免。

有些基金管理人通过夸大自身经营能力获取LP投资者的资金。由于市场的信息不对称，LP投资人往往无法分辨、甄别基金管理人经营能力的高低，因而，LP投资人只能凭借有限的市场信号来决定参与何种基金。不同基金管理人为了争夺有限的资金，经常会夸大自身经营能力，进行虚假宣传，误导投资者。因此，吸引资金的能力在很大程度上取决于基金管理人的炒作能力，善于炒作者往往能够获得LP投资人的青睐。另一方面，由于LP投资人不能准确甄别管理者的经营能力，导致在基金市场交易中严重的逆向选择问题。

因为LP投资人无法细分不同基金的质量和实际投资价值，所以只愿按平均价格进行投资，这就可能造成高素质基金管理人获取的资本份额少，而低素质的基金管理人反而获得资本的大力支持。因为，前者的要价必然会高于后者。资金流向低质量基金，实际上是资源配置的恶化，对整个社会来说是巨大损失。

此外，基金管理人通过投资高风险项目追求高收益，提高了LP投资人的投资风险。私募股权市场是一种私人权益资本市场，这种市场是通过私募方式发行证券融资，不能在公开市场进行交易。在这种市

场上，信息不能够被快速传递，市场也相对封闭。与此同时，融资企业无须向证券监督管理机构公开注册，也无须向LP投资人披露信息。所以LP投资人对融资企业了解非常少，即便了解融资企业的有关财务信息等，也难以对融资企业的前景和投资风险等做出判断。尤其是一些创业型高科技企业，它们往往是私募股权基金的重要投资对象，但这些企业的真实状况很难通过会计资料反映出来，并且评价高科技企业需要对技术状况和竞争对手的情况有全面的掌握。

在上述情况下，基金管理人的投资决策是否按LP投资人的利益进行，LP投资人并不知道。这就给基金管理人提供了不当追求高收益的机会，即他们可以隐匿所投资企业的高风险，或者将高风险项目伪装成低风险项目，从而将基金的整体投资风险提高，损害LP投资人的利益，而基金管理人则可能因此获得极高的收益。换言之，通过投资高风险项目，基金管理人可以获得高收益，但不必承担高风险。

本书在第二章“私募股权生态系统”的专题研究中已详细阐述“GP与LP的利益对接和相处之道”，我们从中可以发现利益冲突在整个投后管理过程中是普遍存在和不可避免的，但也可以通过建立有效的治理结构、完善的激励约束机制在投后管理过程中予以控制，使得LP投资人可以在获得专业化投资服务的同时，承担相对较低的风险。

第二节 投后管理的方法和步骤

LP投资人要想实现全面的投后管理目标并不容易，需要切实有效的管理方法、机制和步骤。由于私募股权投资行业的特殊性，在对基金完成投资后，基金的业绩主要依靠基金管理人的诚信来支撑。当然，LP投资人也可以通过利益联盟、机制设计等方式来降低损害他们利益的行为发生。但在大多数情况下，LP投资人对具体的投资事项没有表决权，只有知情权。

私募股权基金的整个存续期一般都在5年甚至10年以上，LP投资人在此前尽职调查的很多内容可能已经过时或者发生了变化。此外，随着社会经济政治环境的变化，LP投资人和基金管理人之间的利益平衡也会发生变化，这些变化有可能导致投资风险和道德风险。所以，只有对基金进行有效的监控，尽量减少信息不对称，才会尽可能预防相应风险的发生。

LP投资人进行投后管理最重要的方式，就是要与基金管理人保持密切的联系，随时了解他们在做什么、他们投资策略的变化以及管理团队人员的变化等，并监督基金管理人是否有效执行。如果LP投资人注意到基金在朝着错误的方向前进，一定要迅速做出反应，在必要的时候，可以针对基金的投资策略、管理团队的文化建设等给出个人意见。在极端的情况下，LP投资人还要迅速地采取措施，譬如召集所有出资人对该事项进行讨论，甚至可以诉诸法律申请保护。

一、投后管理的信息类型

LP在投后管理的第一步是需要明确搜集何种信息，即对信息进行分类。一般来说，LP在所投基金的尽职调查中已经涉及信息的分类问题，但因为尽职调查主要是投资决策完成之前的工作，而所涉及信息却是动态变化的。因此，LP还需要在基金运作过程中对相关信息进行不断的更新，以保证信息的完整性和及时性。

具体而言，投后管理的信息搜集应包括以下几种类型。

基本信息：记录有关基金和基金管理公司的基本信息，包括基金管理公司的母公司和其他关联方。

历史沿革：基金管理公司的历史沿革，包括成立时间、财务状况、过往的投资人及竞争环境等。

团队能力：管理团队的过往业绩及胜任能力，职责分工及薪酬安排，以及离职员工的反馈，团队的默契程度和稳定性。

投资策略：基金的投资策略，包括地域、行业、阶段及单笔投资规模，了解基金获取项目的流程及其效率，风险控制机制以及在投后管理和退出环节的重要考虑和关键决策人。

投资业绩：基金的历史业绩，将过往投资案例按行业、阶段、是否退出以及项目负责人和关键决策人等多维度进行拆分和组合分析，寻找成功和失败的关键因素。

募资计划：募集计划及现金流安排，包括基金首次开放申购日，预期封闭日，基金收益分配安排及承诺，实际出资安排等。

法务税务：基金的法律和税务结构。

条款信息：基金期限、投资期、开办费、管理费及其计提方式、延期申购费用、业绩奖励比例、关键人物条款、投资人退出条款、投资人份额转让、外部人员跟投政策等。

基金治理：包括投资决策委员会、投资人顾问委员会、委员会成员薪酬安排、可能的利益冲突等。

运营信息：包括已投项目的详细信息、内部进行和外包的服务、投资人定期报告形式和示例、使用的投资估值指引等。

二、信息的搜集方式

（一）定期报告

私募股权基金的定期报告是基金管理人组织运作的重要信息来源，也是相对规范和官方化的信息。定期报告主要包括：季度投资报

告、财务报告、年度投资报告、财务审计报告、资金托管报告以及合伙人会议记录等。

LP投资人也可以对基金管理人进行定期访谈，如每月电话或当面沟通，了解基金目前的运营状况，一般每季度不得少于一次当面拜访和沟通。通过定期访谈，LP可以随时更新组织的信息，深入了解自身所关注的问题，更具有针对性和实效性。尤其一些细微的信息，也可能通过基金管理人的言谈举止反映出来。

（二）非定期信息

非定期信息是LP投资人针对特定问题或特定项目而获取的并需进行深入了解的一部分。非定期信息可以是书面的，比如对特定投资项目的可行性研究，对未来投资策略的意向性思考；也可以是LP投资人与基金管理人的口头交流，或者LP投资人对于基金所投项目的走访，包括新投项目和过往项目。一般而言，非定期信息更适合于深度调研。

（三）顾问委员会的咨询报告及会议记录

本书第九章曾提到，基金管理人的每期基金都会设立顾问委员会，顾问委员会成员由LP投资人代表构成，负责决策基金的重大事项。顾问委员会成员的选择一般会遵循一定的标准，比如有些是根据出资金额的多少，而有些则会同时考虑其对行业的专业程度，由基金管理人或全体LP投资人进行选择。有时，为充分保障LP投资人的权利，对于不符合进入顾问委员会标准的投资人员，基金管理人也可设立观察员席位。顾问委员会成员有表决权，在投资协议中会规定具体由顾问委员会决策的事项及表决机制。

顾问委员会核心职责是审核和批准存在利益冲突的交易事项（如跨基金投资等）及投资组合公司采用的估值方法。此外，对于一些特

殊的运营事项，顾问委员会也是很好的媒介，使得LP与基金管理人进行沟通，这些事项包括但不限于以下方面：

合伙协议的修改（全体合伙人同意或基金管理人有权独立进行修改的除外）。

私募股权基金与另一经济组织的合并、分立或者变更组织形式。

私募股权基金的中止、终止或解散。

私募股权基金目标总认缴出资额的增加或者减少。

根据本协议约定延长私募股权基金的期限，包括投资期的延长。

私募股权基金投资策略变化。

变更私募股权基金的名称和注册地址。

私募股权基金募集宽限期或规模超过既定资金规模之后，新增投资者。

基金管理人运营预算、利润表及资产负债表的披露，管理人变更。

重要人士变更。

关键人士变化的后续应对措施。

管理合同的修改。

基金管理人权益转让。

涉及利益冲突的关联交易。

利益冲突的披露和有关激励的讨论。

披露计入基金层面的成本费用和计入管理费部分之对比。

管理费及业绩奖励的计算，向委员会披露或由独立审计师复核。

聘请私募股权基金的独立审计师和律师。

变更私募股权基金的托管银行及相关托管合同的修改。

以私募股权基金名义向他人提供一年期以上的贷款（提供一年期以内的贷款须向顾问委员会披露）或担保，其中包括私募股权基金对所投资企业1年以上（提供一年期以内的贷款须向顾问委员会披露）的企业债券和可转换债券的投资。

讨论基金所投资企业的估值问题：基金管理人应当记录估值政策的实践，并由顾问委员会复核。估值政策的变化、实践及应用应由顾问委员会进行讨论。顾问委员会应至少每季度复核投资组合公司的估值。

合伙协议约定其他的应由顾问委员会审议的事项。

顾问委员会会议可以采取现场会议、电话会议或其他通信表决方式进行。一般规定2/3以上（不含本数）有表决权成员参与的会议方为有效会议，且会规定会议通过决议由与会有表决权的成员2/3以上（不含本数）通过。在顾问委员会会议表决时，拟议事项的利害关系方或有密切关联方委派的代表有权参加顾问委员会会议，但不享有就该交易事项的表决权。

顾问委员会一般由基金管理人负责召集开会，商讨投资协议中涉及的重大问题。如果顾问委员会中的一定数量成员认为有重大事情发生，需要召集所有顾问委员会成员进行讨论，也可由他们发起，要求

召开顾问委员会，基金管理人应予以配合并安排，具体方式一般都会在投资协议中规定。对于顾问委员会做出的决策，基金管理人应予以有效执行。顾问委员会做出的所有决定应当在合理期限内提供给所有投资人。

就职于顾问委员会并收到敏感信息的顾问委员会成员应当履行保密义务。对于违反保密责任的顾问委员会成员，委员会应支持基金管理人对其采取合理制裁。

三、信息分析和风险监控

投后管理搜集信息的目的是通过对相关信息的评估发现基金运营过程中所存在的多种风险，以便LP投资人能够以“用脚投票”的方式来规避风险，或者以“用手投票”的方式完善组织的运营机制，从而提高所投基金的价值。通过对现有信息的评估，LP可以及时在投后管理的过程中发现基金运营中所存在的诸多风险。

（一）基金治理结构缺陷

基金的治理结构缺陷是指基金的投资者、基金管理人以及利益相关者之间的权利义务关系存在非均衡性，无法有效实现各方之间平衡和制约。如果LP投资人相对于其他各方势力过于强大，可能导致组织决策的灵活性丧失，或者过于保守，丧失好的投资机会。如果基金管理人的权力过大，则可能导致投资风险上升，损害投资者的利益。正如本书第二章专题研究中所探讨的那样，LP与GP的利益对接和相处之道会始终贯穿在整个投资过程中，LP在投后管理时也不例外，需要把握好与GP的关系，并及时控制好基金治理结构缺陷所带来的潜在风险。

（二）管理团队变动

私募股权基金投资成功的关键是具有一支强大的管理团队，这也是大部分基金管理人成功的关键。所谓交易，终究还是人与人之间的相互交往和资源交换，管理团队的决策和运营过程，实际上也是团队成员之间的交易过程，成功与否则取决于相互之间是否信任和默契。因此，团队成员能力互补，同心同德，勤勉默契，自然会创造出色业绩。反之，互不信任，离心背德，偷懒耍滑，与成功背道而驰。

LP需要持续关注管理团队的变动，尤其是合伙人层面离职人员，而且必须实时动态地获得反馈并分析原因，对于新增的合伙人和管理者要考察其专业素质和职业道德。LP投资人只有实时关注基金管理人团队的变动及其可能带来的影响，才能避免因管理团队变动而在投后带来损失的风险。

（三）投资策略变化

优秀的基金往往具有可识别的投资策略和投资风格，比如投资于组织熟悉的领域和地区，擅长企业之间的并购和重组。这种投资策略和投资风格一方面是投资者区别不同基金的重要指标，另一方面，它也是投资基金取得长期高水平业绩的重要保证。本书第四章已经讨论过，在一定程度上，GP的投资策略和投资风格构成了基金自身核心竞争力的重要内容。

因此，不断保持和强化基金自身特有的投资策略和投资风格，将给LP投资人带来长期回报。当然，投资策略与投资风格绝不是一成不变的，也会根据宏观经济环境和行业轮动趋势而不断演化，但一般来说，是一种渐进的变化而不是突变。对于突变的投资策略和投资风格，LP必须给予足够的重视，防止其给投资者带来投资风险。

（四）资本市场波动

股权投资是资本市场的重要组成部分，资本市场的波动不可避免会给股权投资带来巨大影响。一方面，私募股权基金本身也需要一定

数量的融资，当资本市场利率变动时，必然影响到基金的融资成本，从而影响到投资者的利益。另一方面，私募股权基金的重要退出途径是被投资企业通过资本市场上市，如果资本市场景气程度发生变化，那么企业IPO的数量也会受到影响，进而影响到基金的适时退出问题。

此外，由于私募股权基金本质上也是一种投资工具，所以私募股权投资和资本市场的其他投资工具（如股票、债券和期货等）之间有着一种微妙的替代关系。在牛市到来的时候，很多人都把时间和精力投入到暴利的股票市场。这就降低了投资者对私募股权投资的热情。但如果大家都关注股票，反而有利于私募股权投资在一个相对缺乏竞争的环境中去寻找好的投资机会。总体来说，资本市场的各个体系相关度都非常强，一荣俱荣，一损俱损。

（五）被投资企业估值下降

在LP投后管理的过程中，可能会因为内外部多种因素导致基金管理人所投资企业的估值下降，从而给基金的整体回报带来下降的风险。

从宏观层面来看，全球经济的衰退会引起被投资企业估值的下降。比如此前的次贷危机和欧债危机，从事进出口贸易和出口加工产品的企业估值就可能受到较大影响。而在经济全球化的今天，任何一个开放经济体都无法避免世界经济波动带来的影响。当全球经济处在扩张期时，大多数经济体都会跟着经济的大潮而高涨，企业的估值水平也随之增加；而当潮水退去时，企业的估值将随之下降，投资者将面临收益率大幅减少的风险。

从行业层面来看，行业景气的变动也有可能带来潜在的估值水平下降。由于技术原因或者周期性因素影响，行业景气度也是不断变化的，这也会给所投企业的估值造成影响。一些突发性事件，可能造成

行业的突然衰退，以至于难以进行事前的防范。不过，行业不景气也可能意味着投资机会，在某些特定行业表现尤其明显。

从企业层面来看，对被投资企业监控不力也有可能带来潜在的问题。由于基金管理人与被投资企业的管理层之间同样存在信息不对称，委托代理问题依然难以避免，即使在投资之前进行了谨慎的尽职调查，依然存在事后的道德风险问题，被投资企业的管理层也存在会为了自身的利益而损害基金权益的可能。基金管理人通常只能为被投资企业提供一些有价值的帮助，但企业经营的好坏本身还是取决于企业管理层的努力。

四、投后管理解决方案和注意事项

面对可能出现的多种投资风险，LP投资人必须采取积极的应对策略和应对方案，才能有效化解风险，避免或者减少损失。对于可能给投资者带来风险的潜在因素，LP需要进行重点跟踪和监控。当这些因素还处于安全范围内，不必采取具体行动。一旦这些因素超出安全范围，则采取相应的行动予以处理，以避免造成实际损失或者损失扩大。这些行动一般包括以下几个方面。

向基金管理人提出改进建议或者发出警告。对于已经出现的风险，LP投资人应该首先向基金管理人发出警示，并提出相应的应对策略。对于存在良好信任关系的基金来说，来自投资者的建议是不能轻易忽视的，需要采取有针对性的行动予以回应。

抽回投资或者拒绝投资后续基金。这种策略一般是LP投资人难以通过其他方式避免风险的一种不得已的选择，但对于基金管理人来说，则可能是一种有效的威慑方式。尤其是一些知名的关键投资人的退出，将会给基金带来声誉上的重大损失，提高基金未来的筹资成本，甚至会造成后续筹资面临严重困难。

联合其他LP投资人共同行动。在某些情况下，由于受到最初投资协议或者合伙协议的制约，单个投资者的撤资行为可能无法实现，这时，为了有效规避风险，可以联合其他LP投资人共同行动，减少基金规模或者对基金进行清算。

对基金管理团队和治理结构进行有效重组。缩小基金规模或者对基金进行清算，会迫使基金从被投资企业中撤出，这对于基金管理团队来说是极大的惩罚，也可能给投资人带来重大损失，因此，往往作为最后方案使用。而对基金的重组则可能是比较现实的选择。通过重组，引进新的管理者团队并建立更完善的激励约束机制，从而也可能转变基金的投资策略和投资风格，为基金的未来发展打下基础。

值得一提的是，在投后管理阶段的信息搜集、评估以及风险监控过程中，LP需要特别注意把握好监控强度，使之与投资基金的性质相适应。私募股权基金的管理是一项具有高度创新性、技术性和挑战性的工作，因而对其监控也需要与一般的组织监控区别开来。在监控过程中，应该遵循“监控适度，平衡管理”的原则，既不能过紧，也不能过松；不能过早，也不能过迟。此外，LP还需要注意信息的保密，防止基金管理人的重要机密信息外泄。实际上，对于基金管理人来说，是否披露相关信息也存在两难选择。如果不向投资者披露重要信息，可能引起投资者的误解，甚至招来投资者的进一步行动。但如果将重要信息披露给投资者，则可能导致信息外泄，以至于在与其他基金的竞争中处于不利地位。尤其是关于投资项目与未来投资战略的机密信息，一旦泄漏将给GP带来重大损害。因此，基金管理人向投资人披露信息需要建立规范化制度，对于LP搜集使用信息的行为也应该有所限定。

第三节 LP的投后增值服务

LP和GP之间往往是双向选择，这尤其体现在市场竞争较为激烈的环境中。一些优秀的基金由于业绩优秀且资金来源丰富，比较吸引LP投资人，能否成功地对该优秀基金进行投资，除取决于LP投资人的实力外，还取决于LP投资人是否有一个专业的投后管理机制，甚至是投后增值服务体系。如果LP投资人有一个专业完善的增值服务体系，有大量的资源可供优秀基金整合，则更容易促成该项投资。

一、投后增值服务理念

一般说来，增值服务的核心理念是根据客户需要，为客户提供超出常规服务范围的服务，或者采用超出常规的服务方法提供服务，最终使得产品增值。将增值服务的概念挪用到私募股权投资上，则是指实力强大投资人凭借自身优良的社会声誉、社会关系以及管理能力，为投资基金在项目资源开发、管理人员培养、投资决策支持以及社会资源整合方面提供强有力帮助，从而提升基金投资价值和运用能力的过程。

那么很明显，提供增值服务能力越强的投资人越容易受到优秀基金管理人的欢迎，两者的结合可以为普通投资者提供更为优秀的投资服务。实际上，吸引到信誉卓著的投资人，也是基金管理人向市场所发出的重要信号，它告诉市场的其他投资者，我们就是你一直在寻找的优秀管理团队。而缺乏诚信、业绩不良的管理团队，实际上也不愿意吸纳强大的投资者加入，因为这些投资人的挑剔和监控是不良管理者无法忍受的。

LP投资人能够给投资基金提供的增值服务的质量和数量，取决于LP投资人自身的资金规模和资源禀赋，也取决于LP投资人在该基金中所占有的份额。前者决定了该投资人提供增值服务的能力，后者则决定了该投资人提供增值服务的积极性，只有两者结合起来，才能充分利用投资人现有的能力和资源。

二、基金生命周期中的全方位增值服务

GP在运营基金的募投管退流程中，会遇到各种各样的问题，尤其体现在缺乏资源和人脉方面。而LP作为投资人，在投后管理过程中可以为GP在运营基金的全流程中提供多方面的增值服务。具体而言，包括但不限于项目挖掘、被投资企业管理、风险控制和团队建设等方面。

（一）项目挖掘

LP可以帮助基金管理人在基金的项目挖掘（Deal Sourcing）方面提供显著帮助。实力强大的LP投资人，一般都拥有众多的交易伙伴，并且对某些市场领域的专业技术和发展前景存在深刻的理解和准确的预测。此外，LP根据过去的投资经验，拥有系统的人脉资源，特别是通过一些共同投资项目，建立了相应的行业经验和储备资源。

因此，这些专业的LP投资人不仅能够给基金管理人提供资金，还可以为基金管理人提供优秀的项目储备资源信息，尤其是那些具有成功商业运营模式的企业。特别地，在基金募集的早期阶段，LP为基金的投资成功提供重要资源支持和专业的咨询意见更为重要。

（二）被投资企业管理

LP也可以参与到GP的投后管理中，帮助被投企业形成完善的治理结构和内部决策机制。作为基金管理人，GP本身往往人数有限，在参股被投资企业后，需要聘请外部机构对被投企业进行业务整合、人员整合以及制度整合，而这些外部机构的能力则成为基金扩张的瓶颈因素。而实力强大的LP投资人，则可能在这些方面给予基金强有力的支持，从而帮助被投企业尽快完善其治理结构和内部运营机制，提高被投企业的估值水平。

（三）基金风险控制

在基金的运营全过程中，LP可以帮助基金管理人建立风险预警和处理机制。私募股权基金在运作过程中，每时每刻都面临各种潜在的风险，其中包括来自宏观经济波动的风险、资本市场的风险、基金管理人团队的风险、被投企业运营中的风险以及来自政策环境变化的风险等。

单纯依靠基金管理人自身的资源来发现和规避基金运营中的各种风险，实际上是非常困难的。LP投资人为了保护自己的投资免受大的风险，可能会对上述某些风险进行长期的监控，从而也成为投资基金风险预警和处理机制的一部分。

（四）团队建设

凭借自己的独特优势和强大资源，LP可以帮助基金管理人尽快建立一支高素质的管理人团队，尤其是对于早期刚成立的GP（如前述“风险投资基金2.0”的新团队）。本书前述章节已经多次强调过，投资基金成功的关键因素是管理团队的能力以及适配度，管理团队成员相互信任、有默契，团队成员能力互补，自然会创造出色业绩。这样的团队不是一蹴而就的，需要投入相当巨大的成本才能造就成功。因此，如果能有实力强大的LP投资人给予支持和帮助，对于基金管理人（尤其是新成立的机构）会非常有利。

除以上方面外，LP投资人还可以为基金管理人提供项目退出的资源支持、基金条款的设计、投资策略的修正等，以此提供一定的增值服务。对于LP而言，这也是其自身的差异化优势之所在，那些能提供优质的投后管理和增值服务的投资人也会更受GP的青睐。

专题研究 LP投后管理中激励约束机制的学术探究

在LP的投后管理过程中，要想获得卓越的投资回报，最为重要的因素是监控好基金管理人的团队。吸引人才、留住人才并且最大限度地激励人才，才能造就一支优秀的私募股权基金。因此，GP必须采取多种激励方式，通过对各类人才的合理激励来克服道德风险和逆向选择问题。与此同时，LP投资人与基金管理人之间的委托代理问题需要设计相应的激励制度来予以克服，也需要内外部的约束制度来予以规制。

本专题将从现有的学术研究结论出发，并结合LP投后管理中所面临的实际问题，探究LP与GP的激励约束机制设计和委托代理问题解决方案。

一、激励机制的设计

（一）理论基础

对于LP投后管理的激励制度设计要紧紧围绕如何对基金管理人进行激励这个基本问题。从学术理论来看，管理学中对于激励理论的研究源远流长，其中需要特别关注的有以下几种理论。

马斯洛的需求层次论。马斯洛将人的需求由低到高分为5个层次，只有低层次的需求得到满足以后，人们才会去追逐高层次的需求，因此，了解被激励者的需求特征和层次是设计激励机制和激励方式的基础。好的激励是针对特定需求层次的激励。

阿德弗的需要层次论。将需求划分为3个层次：生存、关联和成长3种需求，这是对马斯洛的需求层次论的一个改进。阿德弗认为，多种需求可以同时存在；高层次需求不能得到满足的情况下，低层次需求会更强烈。因此，按照这种观点多种需求可以同时用来作为激励因素。

保健与激励论。前两种需求理论认为需求被满足就可以产生激励。而保健与激励论则指出所谓的需求可以被分为两类：保健类需求和激励类需求。保健类需求的满足只会排除不满意的状态，但无法激励员工努力工作；而激励类需求的实现可以激发员工的工作激情，从而为公司创造更多的价值。因此，好的激励是在满足保健类需求的基础上，重视激励类需求的实现途径。

激励—期望值理论。该理论由弗隆在1964年提出，认为激励的强度取决个人的工作绩效与其奖励之间的关联程度，两者关联性越大，奖励的激励效果越好。这一理论实际上是按劳分配原则的变化形式，即“多劳多得、少劳少得、不劳不得”原则。因此，一个好的激励机制要有以下两点特征：首先，因为每个人对于组织的贡献不同，因此，激励是因人而异的；其次，要让激励和个人的贡献保持一致。

以上几种激励理论实际上都在解决两个问题：一是哪些行为需要鼓励或者哪些需求要优先满足，二是这些行为如何进行奖励或者这些需求如何进行满足。企业的考核和激励机制的设计，必须充分考虑上述激励理论的内涵和要求。激励制度设计要紧紧围绕如何对管理者进行激励这个基本问题。

（二）激励制度设计要点

由于存在明显的委托代理关系，在有限合伙制组织中，往往采取较高的剩余分享制度，如基金投资收益会优先用于偿还LP投资人本金及承诺的投资收益，剩余收益在LP投资人与基金管理人之间进行分配，一般比例为80%：20%。对于LP在投后管理过程中的激励制度设计，一般要涵盖激励对象、激励指标、激励工具和被激励者的支付对价等方面的内容。

激励对象。激励对象的设定要根据工作岗位的性质和特征来确定，一般来说，越是约束难以监督（监督成本较高）、对组织未来业

绩影响越大以及涉及组织专业性人力资本的岗位，越需要给予激励。因此，岗位性质分析是确定激励对象范围的基础，要避免“先限定比例，再确定人员”的做法，这样的做法可能导致激励对象或者范围过大或者过小，并引发内耗性竞争，导致反激励效果。

激励指标。一般来说，激励制度的实施基础是组织相关绩效的完成情况，因而所谓激励指标是指组织的绩效状况。对于上市公司来说，市场价值是常用的激励指标。但对于私募股权基金来说，资产净值则可能是合适的激励指标。与其他指标相比，资产净值的核算更为简单和客观。当然，LP一般会辅以现金流、盈利能力以及负债率、资本规模等指标做综合判断。

激励工具。激励工具的选择要符合激励的目标，一般按其激励效应可以将其分为长期工具和短期工具，比如员工持股计划的激励效果就要比一般的月度奖金更具有长期性。无论是长期激励工具还是短期激励工具，都具有多种不同的选择，好的激励制度应该是将两者进行有机结合，并设计不同的类型。如员工持股计划中，可设置普通股、岗位股、虚拟股份等，不同的股份具有不同的权利，其中岗位股和虚拟股份只有分红的权利，而没有股票增值的权利；普通股不仅能够获得资本利得，而且能够获得股票一级市场和二级市场之间的价差收益。

被激励者的支付对价。支付对价是指被激励者获得相应奖励的代价，这个代价也决定了此激励对于被激励者的价值。同时，支付对价本身可以是动态的，随组织绩效而进行调整，组织绩效越好而对价越低，则激励效果越强。

（三）LP投后管理的激励

在私募股权基金的架构中，LP投资人是货币资本的投入者，而基金管理人除了投入一部分货币资本外，还要投入专用性很高的人力资

本。LP投资人不参与管理，而投资基金的管理运作由基金管理人负责，资产的控制权掌握在GP手中，所有权和控制权得以分离，投资决策效率将得到提高。

但是，由于在投后管理过程中信息不对称问题非常严重，通过剩余索取权的合理分配，以剩余收益作为基金管理人的人力资本产权的计量方式，就成为私募股权基金架构中的合理选择。剩余索取权的具体分配比例取决于双方讨价还价的结果，也取决于对基金管理者进行监督的成本。在整个投后管理中，合理的分配比例是基金管理人获得强激励的重要基础。

二、约束机制的设计

LP投资人与基金管理人之间的委托代理问题需要设计相应的激励制度来予以克服，也需要内外部的约束制度来予以规制。总的来说，内部的约束制度可以总结为控制权机制，外部的约束制度可以归结为声誉机制。

（一）控制权机制

私募股权基金一般采取有限合伙制度，这种制度本身实际上就是激励制度和控制权制度的有机结合。一方面，LP通过高额利润分享给予基金管理人很强的激励。而另一方面，这样的合伙制度本身也存在重要的约束机制。

就现有LP与GP的合伙制度本身来说，其高额剩余的分享制度本身就是一种约束机制。一般来说，在私募股权基金契约中基金管理人出资1%并承担无限责任，投资人出资99%并承担有限责任。而在报酬机制中，除固定收益外，基金管理人还可以获得20%期权性收益分配。只有当投资价值超过初始投资时，期权才有价值，期权性收入才能实现。所以这种期权收入是一种或有求偿权，只有满足特定条件时，才能成为现实收益，基金管理人在这样的条款设计中必须努力工作。

高额剩余分享制度使得基金管理人从直接计量人力资本产权转化为剩余计量，从而有效减少了计量费用，也使得基金管理人作为高风险的承担者能够获得与之相对应的高收益。有限合伙制组织作为一种制度创新，颠覆了按出资比例分配的传统模式，是对高代理成本的适应。然而，高额剩余分享制度也可能使得基金管理人在投资项目选择中采取逆向选择的行为方式，即为增加剩余收益而选择投资高风险的投资基金项目。这是因为，在基金管理人的资本承受能力范围内，高风险项目的可能收益为合伙人分享，而可能风险则主要由LP投资人承担。

因此，高额剩余分享制度在提供强激励的同时，也给LP投资人带来了高风险，这些风险是基金管理人主动选择的结果。所以，为降低投资风险，保护LP投资人的利益，还需要设计其他控制权机制来减少代理成本，其中包括设立顾问委员会、信息披露规则等。顾问委员会一般由投资人担任代表，在风险投资基金项目的选择和决策中提供专家意见。顾问委员会的设立一方面是为投资项目决策提供技术支持，保证投资项目决策的科学性和安全性；另一方面，这也是对基金管理人的有效监督和控制，可以通过“用手投票”的方式保护投资人的利益。

对于上市公司来说，完善的信息披露制度是保护众多中小投资者的重要机制，这一点对于私募股权投资来说同样重要。规范的信息披露和报告制度，可以让LP及时了解组织的财务状况、投资动态及未来趋势，是减少信息不对称和防范道德风险的重要途径。

为有效控制组织的投资风险，LP可以对基金管理人的权力范围进行合理设定，其中主要包括投资类型、投资额度及合伙人行为限制等。一方面，可以设定对投资类型的限制性条款，包括对其他私募股权基金的投资限制、对公共证券的投资限制、对杠杆收购的投资限制、对外国证券的投资限制和对其他资产的投资限制等。这类限制主

要是担心基金管理人可能选择投资他们不熟悉的资产类型以获取经验。这类限制性条款可以是基金对某一类资产的投资不能超过资本或资产价值一定百分比，否则须征得顾问委员会或大多数投资人的同意。

另一方面，LP投资人也可以设置关于投资额度方面的限制。主要包括以下内容：

限定对单一企业的投资额。可用对单一企业投资额占基金承付资本的最高百分比表示，有时也用对单一企业投资额占基金资产现有价值的百分比表示。此条款是为了限制基金管理人追加大笔投资来挽救之前对业绩较差企业的投资。

限制负债资本的用途。私募股权基金契约通常限制基金管理人擅自举债或为所投资企业做债务担保，因为这种做法的代价是LP投资人的利益。

收益再投资限制。基金管理人有可能把资本利得不分配给LP投资人而是拿去再投资，限制性条款规定征得顾问委员会或投资人的同意后利润才能再投资。

此外，LP还可以针对基金管理人本身的行为设定限制调理。主要包括以下内容：

限制基金管理人个人参股组织的投资企业。如果基金管理人个人参股这些企业，他们可能会投入过多时间在这些企业上，而即便这些企业陷入困境时他们也不愿终止投资，从而给基金回报带来整体损害。

限制基金管理人出售所持股权。合伙人所持股权是其承担投资风险、分享剩余利益的基础，是合伙人勤勉的重要激励因素，因此，必

须保证合伙人最低的持股比例以防止其出售股权规避风险。

限制基金管理人的外部活动。这里的外部活动是指合伙人用于与投资活动无直接关联的活动。外部活动如果过多，可能会导致合伙人对投资的注意力被分散，所以要求基金管理人的团队成员将其大部分时间用于合伙的投资事业。

限制增加新的基金管理人。现有的基金管理人能够通过吸收一些经验不够丰富的管理人来减轻自己的风险，但可能因此提高LP投资人的投资风险。因此，很多基金规定，必须征得顾问委员会或一定百分比的投资人的同意才能加入新的管理人。

（二）信誉机制

控制权机制强调从组织内部对基金管理人的监督，而信誉机制则是来自市场的一种外部约束机制。基金管理人投资项目的成功能够提高其市场声誉，而投资项目的失败则损害其市场信誉。而市场信誉和声誉对于基金管理人来说，是其未来职业生涯和个人财富积累的重要资本。尤其是“LP圈”本来就不大，各个专业的机构投资者都会互相交流，对于基金管理人的印象好坏也会口口相传。

在LP投资人与基金管理人信息不对称的条件下，市场信誉是基金管理人对投资者所做的重要承诺，基金管理人以此承诺为抵押，获得投资者的资金投入和期权奖励，其收益的大小实际上由其市场声誉所决定。因此，基金管理人有动力去保持良好的市场声誉，避免本身的声誉受损，以增加其在以后交易中的货币性和非货币性价值。

如果基金管理人违背承诺，其未来的交易价值将会下降，并且通过声誉的扩散效应，被排斥在特定组织之外，形成非法庭执行的一种惩罚。私募股权基金一般采用封闭式基金的形式，基金有固定存续期，通常据投资周期而定，一般为10年左右，所以基金不可能永远被基金管理人控制。

LP投资人有权在将来不再投资由同一基金管理人管理的基金，为了继续募集新基金，基金管理人必须不断提高自己的信誉。因而信誉在固定存续的基金中成为一种激励约束机制。在这里，信誉机制构成了激励约束机制的基础，有利于防范投资者和基金管理人之间的逆向选择问题。实际上，在LP和GP之间存在重复博弈，依据上一次的博弈，LP可以选择高信誉的GP，而GP则依据激励性报酬条款进行权衡，为提高声誉、筹集到后续新基金，以保持和LP的长期关系。可见，LP利用其独特的信誉机制，可以有效降低代理风险，在一定程度上克服逆向选择问题，筛选出高质量的基金管理人，从而保护投资人的利益。

当然，信誉机制作为一种外部约束机制，在很大程度上还要依赖于私募股权投资市场环境的不断完善，依赖于市场对于基金管理人的公正评价和信息传递。从当前的中国私募股权市场的发展来看，虽然市场机制和信息透明度还存在一定的缺陷，但未来必定会成为发展趋势。

第十一章 LP未来在中国市场的机会和策略

第一节 中国产业和金融大生态视角下的私募股权

中国经济目前无疑处在一个重大转型时期，过去近30年来，中国经济在大部分时间都保持两位数的增长率，依靠大量资本投入推动了基础设施建设、城镇化和工业化进程，以人口红利带来的廉价劳动力投入推动了较低层次的制造业和出口业务，通过市场换技术的战略引入了大量国外资本并消化吸收了大量国外技术。但由于以上发展模式消耗了中国太多能源、资源和环境容量，如果继续以上发展战略，中国经济在近期的高速增长必然不可持续。为此，中国经济转型、产业升级和企业竞争力提升成为未来中国发展的必修课。

私募股权作为升级中国产业、带动企业创新的金融利器，必将在未来中国的金融生态体系中发挥重要作用。作为LP投资人，不仅要掌握本土私募股权投资逻辑这颗“树木”，更要充分认识到整个中国金融系统以及私募股权在其中推动中国经济转型、产业升级和企业创新的重要作用这片“森林”。

一、中国经济和产业发展的趋势

综合过去中国经济和产业的发展、当前的政策导向和创新创业环境，本书总结了未来中国经济转型和产业升级的趋势，着重会在发展、改革和开放三大方面展开。而从整体来看，中国经济、产业、企业和资本分别面临不同的机遇和挑战，如图11-1所示，通过金融资产的全球配置和产业企业的全球布局，期望能够助力中国经济转型、促

进中国产业的调整和升级、帮助中国企业在全球的竞争力增强，并且通过国际市场实现中国资本的全球配置。

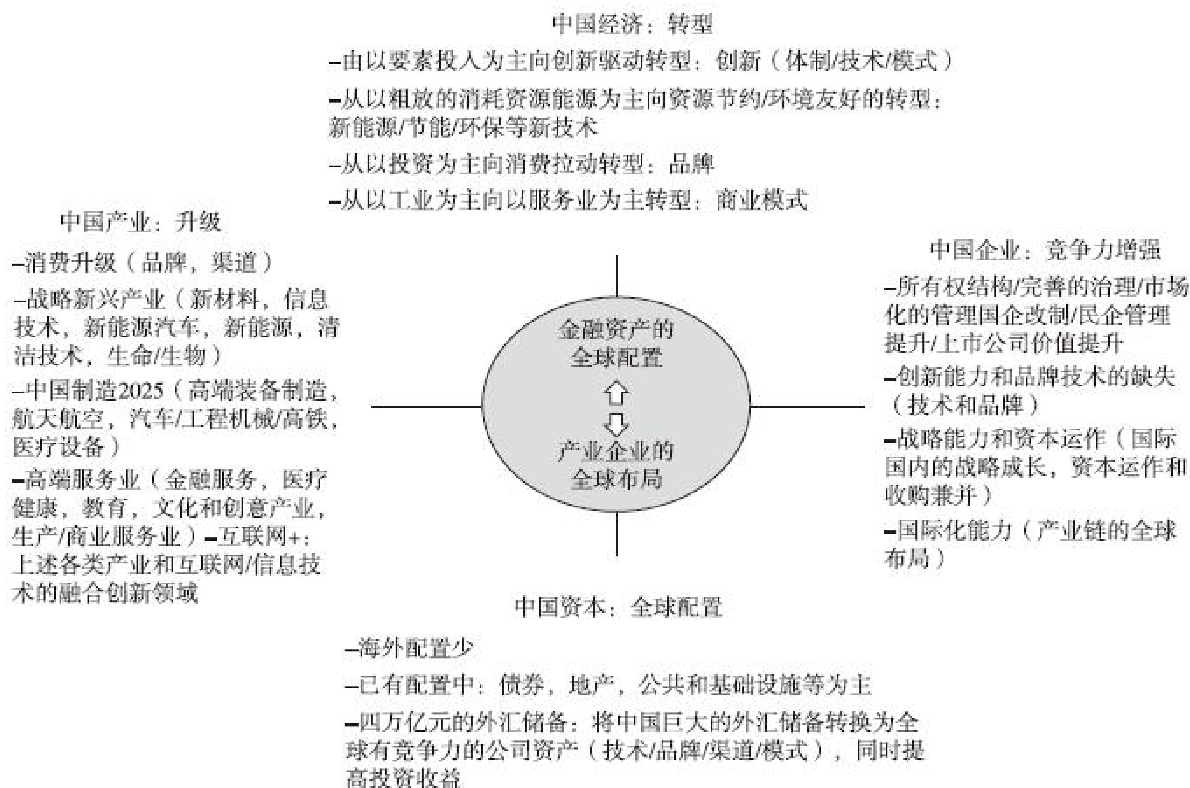

图11-1 中国经济、产业、企业和资本的机遇与挑战

首先，在发展的维度上，中国经济总体面临从高速进入中速增长的转型。增长速度的减缓，要求中国经济实现下列转型：由建立在廉价劳动力优势上，以要素投入为主导的简单外延式增长，向创新驱动方向转型；从大型传统企业在经济中占主导地位向中小型创新企业百花齐放转变，从而推动经济升级；由过去增长建立在大量消耗能源和资源、大量排放和污染环境的基础上，向资源节约、环境友好、低排放和低能耗的方向转型；过去的增长多由出口和投资（尤其是政府和国有企业投资）拉动，消费和民营资本投资不足，今后则要加大消费和民营投资对GDP增长的拉动；过去粗放的高速增长造就了拥有大量过剩产能的产业，未来需要通过兼并重组实现产业整合，优化产业的组织结构；过去通过利用外资和出口，发展了大量中低端制造业，今后大量制造业需要升级，“互联网+”战略新兴产业和“中国制造2025”将

成为引领中国产业升级的重要引擎；中国经济过去以工业尤其是重化工业和一般制造业为主，今后需要加大服务业，尤其是现代服务业的比重；过去的高速发展造成了城乡间和区域间的巨大差距，今后要大力推进城镇化，推进龙头经济城市和相关区域的平衡发展；金融和资本市场的发展，由过去依赖以银行为代表的间接融资为主向以股权融资为代表的直接融资为主的方向转化。

其次，在改革的维度上，根据党的十八届三中全会的精神，要实现政府功能由管理型向服务型的转变，让市场在资源配置上起决定性作用；充分认识到民营经济的重要作用，大力发展民营经济；同时，积极推进国有企业的混合所有制改革。

再次，改革开放以来，中国的开放战略一直是利用国内低廉的劳动力成本和环境成本，利用跨国公司和外国直接投资带来的技术和管理，两头在外，大进大出，从国外进口铁矿、煤炭、石油等资源和能源，在中国实施大规模的生产和制造，然后大量出口衣服、鞋帽、玩具等一般制造品，形成大量的外汇储备。这种模式曾经发挥了重要的拉动经济和创造外汇的作用，但是受制于能源、资源和环境的压力，受制于劳动力成本的上升，同时和国际市场上主要贸易合作伙伴形成巨大的贸易顺差，使得该模式未来不可持续。中国的对外开放重点，将转向利用国内外汇和资本力量，在发达经济地区并购技术、品牌和渠道，利用中国巨大的国内市场、齐全的产业基础和一定的技术能力，对并购的技术做适当改进和再创新，在此基础上，输出资本和技术能力，开拓全球市场，实现中国企业和产业的全球布局。因此，中国金融资产实现全球配置，中国产业和企业实现全球布局是中国新开放战略中的两大任务。这两步必须协调一致，互相促进，而不应互相割裂。要做到这点，发展外向型私募股权投资便是必经之路。

二、中国产业和金融体系下的私募股权

作为LP投资人，需要在上述中国经济转型和产业升级的趋势中顺势而为，一方面掌握本土私募股权投资逻辑这颗“树木”，另一方面更要充分认识到整个中国金融系统这片“森林”。

私募股权基金行业是一个典型的“金融行业”，正如本书前述章节所阐述的，私募股权投资从事的是一种结合私募融资和股权融资的独特金融业务，如图11-2所示。进一步理解，“股权”融资和“私募”融资可以分别阐述如下：

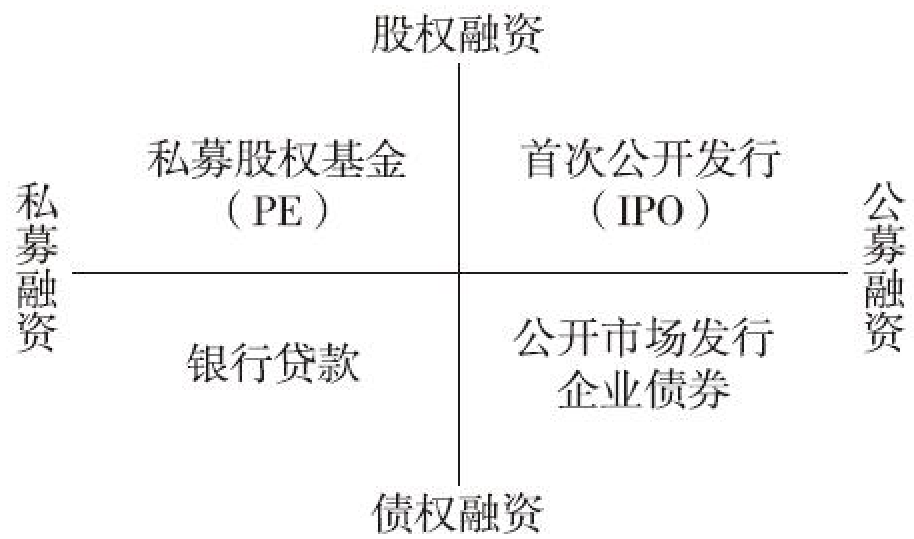

图11-2 私募股权基金在金融市场中的坐标

股权融资：私募股权投资会要求在目标企业中控制一定比例的股权，并且往往要求在模板企业的董事会占有一个席位或者向目标企业派出CFO。

私募融资：相对于公募而言，私募股权投资更灵活、更迅速、更有针对性。当私募股权投资一家企业时，它会把自己当成目标企业的所有人。

在私募股权基金的投资实践中，从资金募集、投资、经营管理到在资本市场上退出（即“募投管退”），这是一个连续的过程。从资金

到产出，变潜能为实际，私募股权基金就像是整个金融行业的缩影，反映了整个金融行业对实体生产领域的具体作用，如图11-3所示。

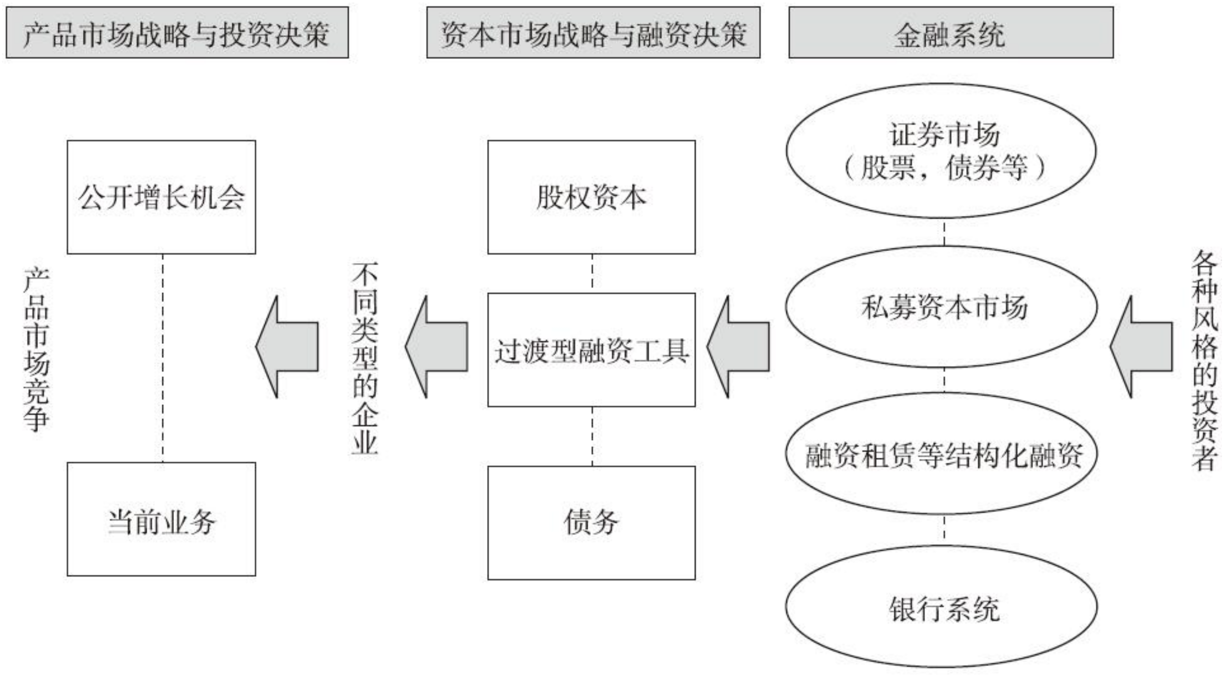

图11-3 中国产业和金融大生态视角下的私募股权投资

在中国产业和金融大生态视角下，各种风格的投资者通过证券市场、私募股权市场、融资租赁、银行等方式进入金融系统。在资本市场战略与融资决策阶段，以股权资本、过渡性融资工具或债务的形式进入不同类型的企业，最后再帮助企业在产品市场战略和投资上进行决策，以获得当前业务的市场竞争力和未来的公开市场增长机会。

中国是以中央银行为核心，国有商业银行和政策性银行为主体，多种金融机构并存，分业经营的金融中介机构体系格局。私募股权在中国金融市场格局中的定位独特，也扛起了中国金融业第三次浪潮的大旗。其中第一次浪潮是以商业银行为主的投融资体系建立，第二次浪潮是以证券市场（含股票市场与债券市场）直接融资为主的投融资体系，第三次浪潮则是以私募股权基金市场为主的投融资体系。

第二节 私募股权：推动中国产业转型升级的利器

尽管私募股权投资在中国整个金融资产中所占比例不大，但由于私募股权对资本和资源的高效率配置，加上积极的LP与GP投资者，能够有力提升运营效率，其在以上转型升级中发挥着非常重要的作用。具体体现在宏观、中观和微观的各个层面。

一、宏观视角：私募股权与中国经济转型

在宏观层面，从经济发展视角来看，私募股权投资是虚拟经济和实体经济结合、金融和产业结合、资本结合的最高形式，是金融服务实体经济最直接和最有效的方式。从制度的视角来看，私募股权投资能帮助实现经营权和所有权的最优折中，完善公司治理，同时强化对投资者、资金管理者和公司管理层的约束和激励。

具体而言，风险投资基金的运用可以很好地促进中国的创新驱动型发展，详细的运用过程如图11-4所示。

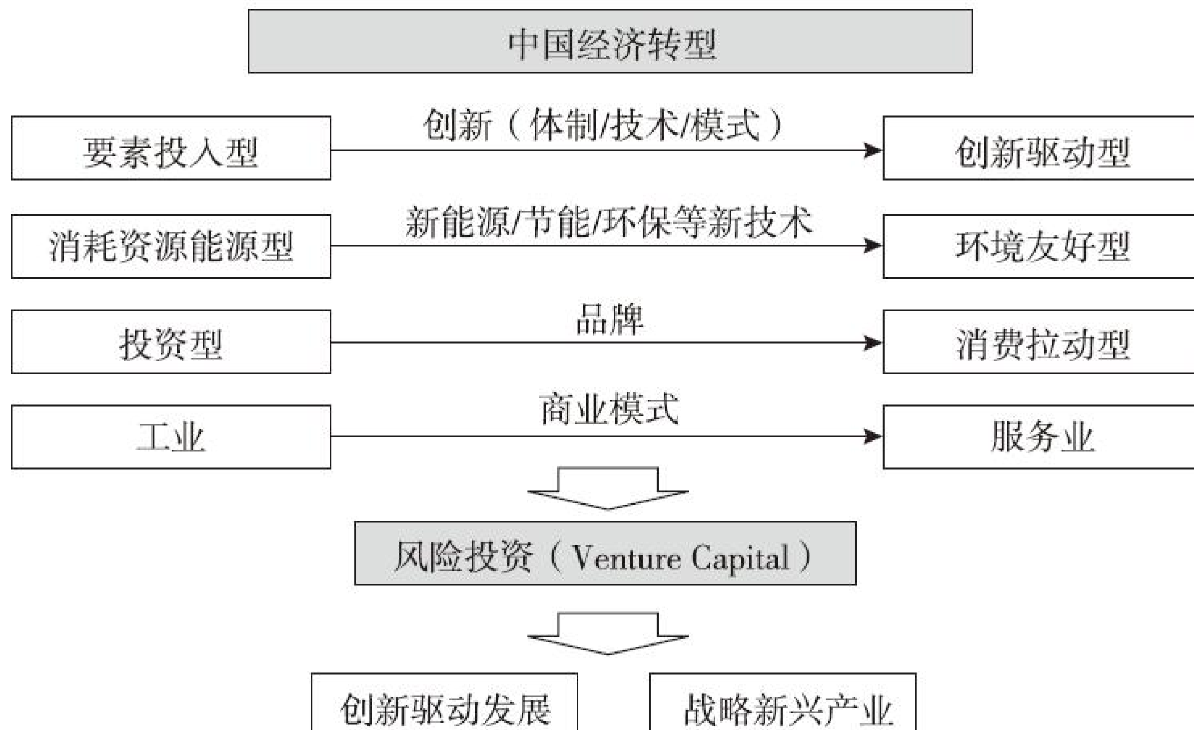

图11-4 中国的创新驱动型发展：风险投资基金的运用

而对于成长资本和并购基金，混合所有制改革及国有资本管理可以为其提供运用平台。因为国企改制的系统性机会依然存在，所以在中国市场上，投资方式由以整体改制为主向参与股权多元化方向转变，同时行业由制造业向限制性行业转移。这一系列因素使得混合所有制及国企的改制需要大量成长资本和并购基金。一方面，通过成长资本和并购基金，在国企改制方面，限制性行业的地方国企改制可以得以实施，央企重要子业务能够实现股权多元化，与此同时大型的国企可以进行主辅分离、辅业改制。另一方面，成长资本和并购基金可以促进国有企业进行跨境收购。私募股权投资战略能够引导创造海外并购机会，并帮助中国企业走出去，而针对央企子业务还可以根据其海外并购需求的提供先改制后并购的系统机会。

从整个中国在国际上的宏观经济来看，私募股权投资与“中国开放战略2.0”可以很好地对接，如图11-5所示。

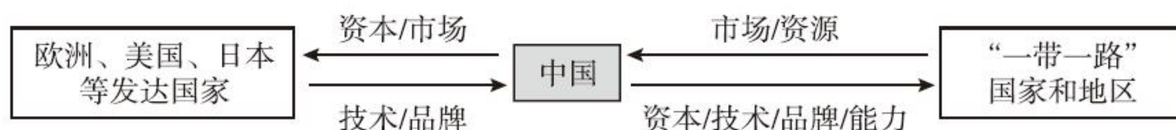

图11-5 私募股权与中国开放战略2.0的对接

过去的“中国开放战略1.0”主要是欧美为中国带来产品、技术和市场。在“开放战略的2.0时代”，私募股权投资（尤其是跨境并购基金）是最合适的资本对接方式。跨境并购基金在助力中国产业和企业在海外并购技术、品牌、渠道、资源和能源的同时，可以开拓海外市场，在实现全球产业链布局等方面大有作为。此外，跨境并购基金还能助力中国金融资本实现私募股权全球配置。

二、中观视角：私募股权带动金融改革和产业升级

在中观层面，私募股权能在金融层面推动改革，同时在产业层面助力升级。

从金融的视角来看，私募股权投资是高级别和高收益的金融投资产品，是直接融资中最重要的模式，对提高直接融资比重有重要影响，同时有利于多层次资本市场体系的建立和完善，私募股权投资在推动中国金融改革中起到了重要作用，具体来说主要表现在以下方面：

金融服务实体经济：私募股权投资是虚拟经济和实体经济结合，金融和产业结合，智力和资本结合的最高形式。私募股权也是金融服务实体经济最直接和最有效的方式。

提高直接融资比重：私募股权投资是一种高级别和高收益的金融投资产品。同时，私募股权是直接融资中最重要的模式，对提高直接融资比重有重要影响。

建立多层次资本市场：私募股权能促进多层次资本市场体系的建立和完善。通过覆盖需求、提供服务、提高资本市场的效率，优化配置，促进实体经济增长。

从产业视角来看，私募股权资产配置能够推动产业结构调整以及产业重组和升级。例如，风险投资基金能够配置新兴产业，推动朝阳产业。而并购基金则可以重组传统产业并处置衰落产业。此外，私募股权资产还可以优化产业的组织结构（如优步、滴滴打车等对出租车行业的优化调整）。

具体而言，战略新兴产业的核心是技术，制造业升级的关键是核心技术，服务业大发展主要是靠商业模式和管理来升级，而消费品行业升级主要是打造品牌。产业的结构调整和升级表现分别如下：

推动产业结构调整：私募股权投资通过资源配置功能，对资金、人力资本和技术等重要资源进行优化配置，促进这些资源从落后生产部门向新兴产业部门流动，创业资本的出现及其在催生信息技术产业化中所扮演的角色充分体现了这一点，同时促进了传统产业和成熟企业进行存量资产盘活和经济结构调整。

推动产业重组和升级：私募股权基金为确保其投资回报，有较强的约束机制，促进优胜劣汰，提高产业运营效率，并改善企业资产质量。重整基金和并购基金可以把资产从失败者手中收购过来，交给成功者管理，从而提高效率、创造价值并推动产业重组和升级。

三、微观视角：私募股权帮助中国企业做大做强

在微观层面，私募股权投资通过以下两大机制实现对被投资企业的改造和增值。首先是资本运作的增值，优化被投资企业的资本结构，改善公司治理，同时实现对企业的并购重组。其次是产业运营增值，通过对被投资企业进行战略梳理，机制调整，引入激励，管理规范和提升，实现企业的运营改善。

如图11-6所示，具体到中国企业的竞争力提升，私募股权投资可以发挥很重要的作用。通过汇聚国际和国内的资本和能力，帮助企业实现股权多元化（国际+国内，民营+国有），借助国际先进理念和经验，构建有效的公司治理结构和实施市场化的管理和激励。通过系统化、规模化和专业化的海外并购，把全球领先的创新机制、队伍和技术、产品、商业模式、品牌和渠道，引入中国企业。借助资本市场，帮助企业实施国内外并购，补足短板，做大规模，取得市场领导地位。发挥国家化的优势，在帮助企业获取和利用国际资源、技术、品牌和渠道的同时，协助企业开拓国际市场，实施海外并购和战略联盟，实现企业在产业链上的全球优化布局。

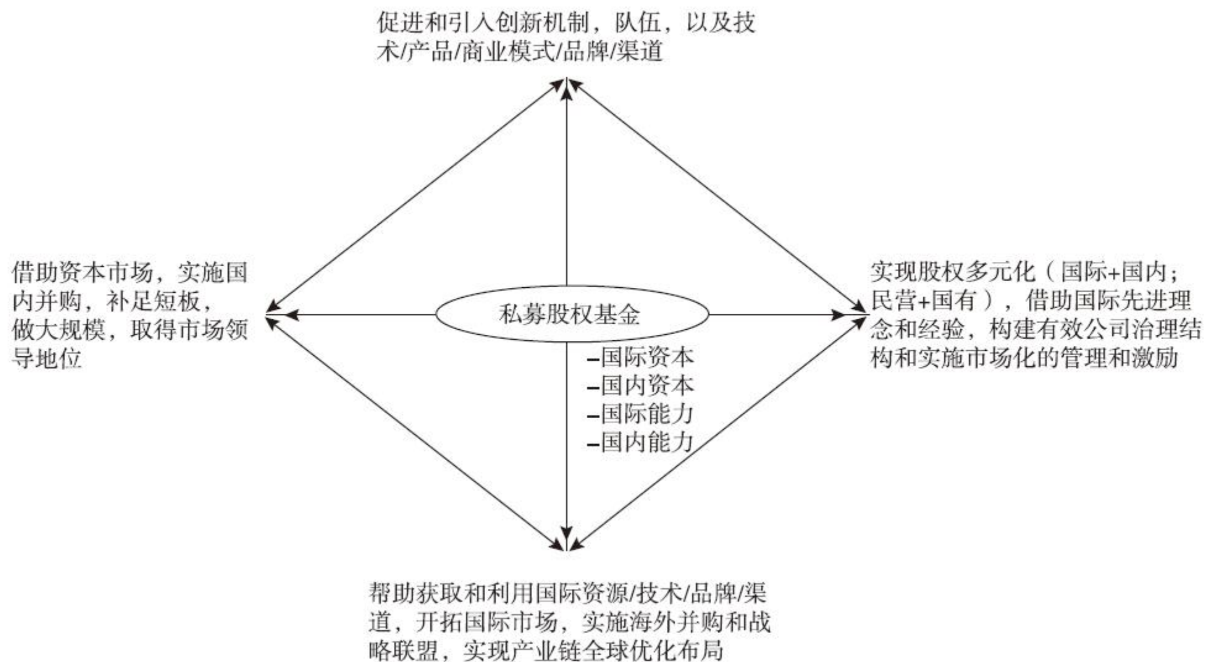

图11-6 私募股权投资助力中国企业做大做强

上述私募股权投资的作用不仅在西方发达国家中体现明显，也同样适用于中国。由于中国处于发展、改革和开放等众多转型升级的交织之中，私募股权面临着尤为明显的发展机遇，相比发达国家，机构投资者有理由在中国配置更多的私募股权投资。私募股权在中国经济发展、改革和开放的维度上，充满了机会，也必将通过驱动发展、改革和开放3个“轮子”，使中国经济避免陷入“中等收入陷阱”，把中国经济带入新一轮的景气时期。

在发展维度上，创新驱动发展及战略新兴产业中有大量的风险投资基金机会，城镇化和服务业发展中则存在大量的成长型资本的机会，存量传统产业并购整合需要大量并购基金，制造业的升级需要大量的并购基金和成长基金。在改革的维度上，民营中小企业的发展需要大量风险投资基金和成长型资本的支持，混合所有制及过期的改制需要大量的成长型资本和并购基金。在开放的维度上，跨境并购基金

在助力中国产业和企业在海外并购技术、品牌、渠道、资源和能源，开拓海外市场，实现全球产业链布局等方面大有作为。

第三节 LP捕捉未来投资机会的策略

在2015年的“两会”上，李克强总理指出，“当前中国经济面临下行压力，要保持平稳增长，需要激发市场活力，实现大众创业、万众创新，让千千万万的市场细胞活跃起来。”这表明中国的私募股权投资面临新常态，如何适应新形势的需要，是每个私募股权投资从业人员和管理层都需要认真思考的问题。

一、中国私募股权的未来投资机会

中国的私募股权投资行业尽管发展时间并不长，但也进入了一个转型期。以前简单通过Pre-IPO投资就可以获取一二级市场间的丰厚套利，而现在由于IPO的不确定性增加以及大量私募股权投资机构的涌现，倒逼整个行业在早期风险投资基金和后期并购投资上的投入逐年增多。而无论是产业链的上游还是下游，投资的复杂性和风险性都在增加，即使是成长期的私募股权投资，也需要增强投后管理，提供更多增值服务。

对于具体的机会策略而言，未来中国私募股权投资可以在基金类别、投资主体、行业分布和地域覆盖4个维度上重点关注，具体信息如表11-1所示。

表11-1 中国私募股权投资的4类机会策略

投资类别	风险投资 并购投资 夹层投资 困境投资
投资主体	创新驱动 混合所有 走出去 城镇化
行业分布	战略新兴 制造业升级 传统产业整合 服务业大发展（金融服务，医疗健康，教育文化，生产/商业服务业）
地域覆盖	京津冀 新丝绸之路 上海自贸区和长江流域 港澳台地区和珠江三角

二、LP捕捉未来投资机会的策略

针对以上中国市场上的各类投资机会，中国的私募股权投资机构，尤其是LP投资人，需要着力于加强私募股权投资的专业化、市场化和国际化3个方面，具体如下：

专业化：未来私募股权需要更加差异化、专注和有选择性，专注于一定区域、行业、主体和阶段的投资，增值服务能力成为竞争的关键。

市场化：私募股权投资要在实现对自身进行市场化改造的同时，对被投资企业进行市场化改造，同时注重组织管理能力的提升，在治理、组织和激励3方面予以加强。

国际化：中国的私募股权投资必须要具有国际化的视野、资源和能力，具有国际化的网络、交易和整合能力，这会最终反映在资本和项目的国际化上。

在中国市场上的LP应该始终考虑如何将私募股权投资运用得更加好。考虑到私募股权投资本身就是市场性行为，私募股权投资通常只表现为GP、LP关系，在中国不仅民营LP可以产生相互关系，国有的LP（如全国社保基金、国开金融母基金等机构）也可以加入其中，持续注入基金份额，同时负责投后管理、确定回报收益并对退出的有效性进行分析，通过结构化基金投资获得互利共赢。

在当前的投资环境下，有很多投资概念在中国的私募股权市场上出现，LP应该把握这些核心要素并助力创造有未来的实体经济。例如，最近国家大力推出的“PPP模式”（Public-Private-Partnership），即公私合作模式，鼓励私营企业、民营资本与政府进行合作，参与公共基础设施的建设。这不仅需要每一个投资实体把握PPP的脉搏，大型的LP投资机构（尤其是政府投资机构）更需要掌握PPP的核心。对于PPP模式而言，前两个P主要说明了社会资本的属性和来源，真正的核心是第三个P，即合伙思想、合伙制度和合伙构架，这当中最能表现合伙性质的恰好是私募股权投资。GP当中的人一定是要担当无限责任的人，才可以把其他的LP的资金放在一起作为双层的架构。在PPP模式中，当合伙可以承担无限责任时，LP必须识别出那些尽力尽责把无限责任发挥到最大限度的GP，这样才可以让全社会的其他资本愿意在不同的交易结构中参与PPP模式结构。

专题研究 中国非专业LP投资私募股权的困境和出路

本书第七章详细介绍了海外成熟私募股权市场的LP，可以发现他们主要是以专业的机构投资者作为LP的主体结构。但反观中国，除了全国社保基金、保险公司、政府引导基金等专业的机构投资者以外，当前LP主体有很大一部分来自实体企业与高净值个人，这也正是我国私募股权基金产业仍处于发展初期阶段的显著特征。

从之前的分析可以看出，一方面，企业投资者在境内LP群体中占比达60%以上，依然是目前创业投资及私募股权基金募资的主要来源。另一方面，好资金总是“狼多肉少”，除了少数的基金能够获得社保基金、保险公司的注资外，其他总会存在较大的募资缺口。此时，实体企业和高净值个人成为填补这个缺口的重要力量。尤其对于一些中小型基金或者新设立基金来说，由于较难争取到机构投资者，高净值个人甚至成为基金募资的主体。这些高净值个人主要为企业家、中小企业主、企业高管以及一些富裕家庭。

在全国社保基金、保险公司等成熟的机构投资者缺失的情况下，一些“唯利是图”的个人投资者充斥于LP群体间，充当“赚一票就走”的短线投机角色。众多“热钱式LP”，也成了近几年中国私募股权行业起伏动荡的间接制造者。当前的“募资难”问题，当然与行业环境不景气有很大关系，但“快进快出”充满投机性的LP群体也难辞其咎。无论是民营实体企业还是高净值个人，很多都是出于资产配置的需要，希望通过另类投资来博取高收益。这类投资者最为明显的特征就是对私募股权基金运作尚不熟悉，由于缺乏相关专业知识，很难保护好LP自身的利益。

一、本土非专业LP投资私募股权的渠道

总的来说，当前中国本土LP（尤其是非专业机构和个人）主要是通过基金管理人路演、银行或第三方理财以及熟人推介等渠道获得私募股权基金的信息。可以发现，当前中国本土非专业的LP在选择私募

股权基金投资时有点儿“乱象丛生”，基本每一种渠道都存在较为明显的缺陷。

（一）基金管理人路演

私募股权基金管理人在募资过程中一般都会进行路演，召开一定数量的宣讲会。在路演过程中，基金管理人会详细介绍该基金的投资领域和策略、团队成员、过往业绩和预期收益等信息。对于LP而言，通过参与基金的路演和宣传，能够全面而深入地掌握该基金的投资特点，并最终做出是否参与投资的理性决策。正如本书前述章节所阐述的那样，这是LP科学合理投资私募股权基金的过程中非常重要的步骤。

然而，目前中国基金管理人在路演过程中还有潜在的各种问题，往往会降低LP通过路演获取该基金全面信息的可行性。首先，GP对基金路演一般都经过了精心的准备，他们力争在有限时间内将自己最为亮丽的一面展现给潜在LP。基金管理人几乎都不会在路演时主动指出基金投资的失败案例、团队成员近年来的流失情况，以及未来运作中可能存在的诸多风险等，而这些负面信息对于LP而言往往更为关键。其次，中国有一部分基金管理人在路演时“演”的成分很高，甚至找来一些友情赞助的临时LP进行认缴出资签约仪式，以此吸引其他真正的LP加入该基金。而在听众向基金管理人提问的环节中，提问的人员往往都是该基金事先经过周密安排的，这些人员提出的问题都是让基金发言人解释该基金的强势与优势。此外，一些基金甚至会故意制造会场气氛，营造出很多LP投资人都希望投资该基金的假象。

（二）银行或第三方理财机构

随着我国私募股权基金的快速发展，银行以及日益增多的第三方理财机构都已经成为基金管理人募资的重要渠道。银行或第三方机构所进行的尽职调查当然有利于排除质量不好的基金，这对于LP权益的

保护当然是有利的。但是，LP并不能完全依赖这些尽职调查来做出投资决策并保护自身利益。

这主要有两方面的原因。一方面，缺乏专业知识与能力。客观而言，目前中国绝大多数的银行以及第三方理财机构都不具备对私募股权机构进行有效尽职调查的知识与能力。这主要是因为对PE机构进行尽职调查是一项专业性极强的工作，与常规对普通企业进行的尽职调查存在较大区别。而从整体上而言，当前国内银行以及第三方理财机构尚缺乏此类专业人才，无法有效完成此类尽职调查工作。另一方面，缺乏内在动力。目前国内银行与第三方理财机构在私募股权基金募资过程中的盈利点在于该基金募资成功后的佣金，该佣金一般为基金募集资金规模的数个百分点。所以，银行及第三方理财机构与基金管理人之间的根本利益是一致的。也就是说，只要基金募集成功就可以获利，至于该基金未来是否可以为投资人带来真正收益却与银行及第三方理财机构没有直接的利害关系。基于此，它们与GP之间的利益一致性，对于维护LP自身权益缺乏内在动力。

（三）熟人推介

中国在某种程度上是一个人情社会，当可以信任的朋友告诉你某私募股权基金可以获得高收益，你难免会动心，尤其当这个可以信任的朋友自己已经实际投资了这个基金，那么你就开始觉得这个机会可能确实不错，自己也应该参与投资。而当这个可以信任的朋友告诉你，已经有很多可以信任的朋友都投资了该基金以后，你可能已经开始后悔自己决策迟缓，本应该早就出手。这时你基本上只会问一个问题“还有机会吗”？然后，你很有可能会奋不顾身地投资这只自己毫不了解的基金。

我们并不否定熟人推介这种LP投资私募股权基金方法的合理性，但是关键的问题是你的这位可以信任的朋友，他自己是否知道如何辨别一只私募股权基金的优与劣。所谓“可以信任的朋友”，是指这位朋

友不会欺骗你，但是他确信无疑的事情是否在客观上就是正确的，这是值得去深思的。由于私募股权基金是一种颇为复杂的金融工具，同时如何辨别一只私募股权基金的优劣又是一项专业性极强的长期工作，因此，单纯依靠熟人推介的方式做出投资决策是不理智的。

二、非专业LP投资私募股权的困境

从以上3个渠道来看，与机构化LP不同，非专业的实体企业或高净值个人作为LP在进行私募股权基金投资决策时面临困境。究其原因，主要是由于非专业LP相关知识欠缺、GP滥用信息不对称、中介机构不发达等方面造成。

（一）非专业LP相关知识欠缺

中国私募股权投资市场的发展时间较短，而私募股权投资本身也较为复杂。因此，目前作为我国LP主体力量的民营企业家和高净值个人普遍缺乏私募股权投资的专业知识。

与海外机构投资者的长期投资理念不同，大部分中国本土的LP对于私募股权投资具有的高风险和长期性并没有深入认识，甚至有一部分LP认为私募股权基金就是短期实现暴利的投资捷径。此外，LP对于如何科学选择GP并不了解，甚至很多LP是在对GP基本情况（如团队稳定性、内部治理结构、投资流程、投资策略与历史业绩等）不了解的情况下，匆忙做出投资决定的。

值得一提的是，这些非专业LP对于如何通过法律文件保护自己的权益十分陌生。不了解《有限合伙协议》中的大部分专业条款的重要含义，甚至有的LP会认为与GP深入讨论《有限合伙协议》就是对GP的不尊重与不信任。因此，这些LP对于界定与保护自身权益的重要法律文件——《有限合伙协议》并没有完全理解与掌握。

（二）GP滥用信息不对称优势

在当前中国私募股权基金呈现井喷之时，社会各界人士纷纷加入私募股权基金的浪潮中，这就难免导致基金管理人水平的良莠不齐。但是，与LP相比，GP在私募股权基金募投管退的全过程中都充分占有信息优势。更为严重的是，目前中国国内部分GP已经开始滥用自己的信息优势，导致非专业LP由于经验不足而处于极为不利的地位。

在募资过程中，GP将大量使用专业术语解释该基金的历史业绩以及未来预期，而且对于向LP披露的信息也早就已经进行了精心的筛选甚至包装。同时，如前所述，银行与第三方理财机构等募资机构由于与基金管理人具有根本利益上的一致性，LP很难获得任何该基金的负面信息并评估其投资风险。

另一方面，对于规范和约束GP与LP权利义务关系的《有限合伙协议》，则是由GP方的律师以维护基金管理人利益为原则而精心设计的，其中一般都会故意略去对LP有利但对于GP却有实质性约束的条款。

此外，在私募股权基金运行过程中，LP基本上属于被动投资状态，部分GP的信息披露并不十分及时和完善，甚至有些不规范的GP修饰财务数据来向LP进行展示。

（三）中介机构尚不发达

随着私募股权投资在中国的快速发展，围绕GP和LP之间的募资机构、咨询公司、母基金、律师事务所和会计师事务所等第三方中介机构也开始迅速发展。

但是，从市场数据来看，大部分第三方机构服务的对象都是GP，并且这些第三方机构获得收益的来源也是GP。中国市场上中介机构的这种格局会进一步加剧GP与LP之间的信息不对称，以及LP在整个私募股权基金运行过程中的劣势地位。

三、中国本土LP投资私募股权未来面临的挑战

根据以上分析可以发现，中国当前本土非专业LP在进行资产配置和投资决策时还面临诸多挑战，前文所总结出的问题也会给中国私募股权基金产业的健康发展带来阻碍，基于此，本书总结出非专业LP在短期、中期和长期面临挑战的本质原因，并探讨解决的办法。

（一）短期挑战：募资困难

由于以上的多种困境，本土非专业的LP很难在短期内获得充足的专业知识与经验积累，他们做投资决策时往往感到茫然与不知所措。尤其是大量的民营企业家往往根据一些熟人、朋友的介绍或者路演宣传，便贸然做出投资决策，这样的潜在投资风险非常大。

久而久之，本土非专业LP在选择GP时缺乏安全感，甚至会对GP的专业能力感到怀疑。若这种情况持续下去，会导致私募股权基金管理人出现募资困难的问题。因此，部分GP滥用信息优势反而可能成为其募资困难的罪魁祸首。

（二）中期挑战：基金运营

如前所述，由于GP利用自身信息不对称的优势以及主导基金运营的便利条件，在《有限合伙协议》的制定以及基金的日常运作中可能有潜在的不利于保护LP权益的情况。与此同时，由于J曲线效应的影响，私募股权基金的投资业绩需要数年后才可能出现明朗的结果。

作为投资人的LP不仅需要关注基金的投资业绩，也需要在基金的日常运营过程中持续监督。LP不仅需要关注基金的投资组合层面，对于被投公司层面的尽职调查和投后管理也要积极主动去了解。

（三）长期挑战：行业发展

私募股权基金行业由GP与LP两个核心主体构成。正如本书第二章所阐述的，GP与LP的相处之道十分重要，只有当两者形成了稳定共赢、真诚互信的良性关系，整个私募股权产业才可以得到健康、稳定和长期的有效发展。

基于此，LP在基金的募投管退等全流程中必须解决好信息不对称的问题，有效保障自己的权益。与此同时，GP需要获取LP的充分信任，只有这样中国的私募股权产业才能得到长期健康发展。

四、中国非专业LP的风险控制和法律保护

从以上分析可以看出中国本土的非专业LP在短期、中期和长期内都面临挑战。基于此，LP应该及时找到解决之道，做好投资过程中的风险控制，力争在投资决策和投后管理过程中各个重点方面都做到“专业化”。

正如在本书第五章中已经阐述的那样，对于私募股权基金投资的核心之一在于对基金管理人团队的考察，而考察最优的方法便是通过系统化的尽职调查进行投资决策。如前所述，在尽职调查中对管理团队的考察应当尽量多维且系统化，包括团队的核心人员、流动性情况、人员素质水平、利益分配机制、投资效率等。这些方面的信息如何获得、如何评估GP都是非常专业的活动，非专业LP往往没有专业的经验和相应的时间，那么可以通过母基金、咨询公司等专业中介机构来完成。

未来的中国资本市场环境会逐步从政府监管更多走向市场放权，向市场放权同时也就意味着投资人自身要承担更多的辨别义务，那么LP如果尽早培养起这种意识，主动建立自己投资风险评估、控制的运作模式，建立起与专业服务机构长期合作的关系，无论从降低投资风险的角度，还是从降低服务成本的角度，都是对非专业LP自身极其有利的一项举措。

此外，在法务方面的操作上，为了防范GP投资团队变化或者信息不对称带来的风险，LP还可以通过在相关的协议中加入GP变更条款，具体约定一些事由作为“严重侵害”LP利益的情形。同时需要注意协议中约定的投资人有权变更GP的比例，因为实践中GP可以通过设定这个比例来排除LP对其罢免权。

作为私募股权基金的投资人，LP要树立正确的观念，首先自己是资金的主人，不能期待他人来最大限度地保护自身的权益，需要自己尽义务识别和判断基金管理人。其次，在发现基金管理人出现不当管理行为时，要尽快运用一切法律手段捍卫自身的权利。只有这样，LP才能够最大限度做到事前防范投资风险，同时在利益受到侵害时保护自身权利。

关键术语注释

私募股权投资

对未上市公司进行股权投资，通过所投资企业上市或转让退出，获得高额资本回报的一种投资方式。

积极投资管理

相对于指数投资的被动资产管理而言。强调基金管理者通过基金投资的形式来获得超过相应的指数基准的收益。

尽职调查

是指投资者在投资前对投资目标所进行的充分、适度、合理的调查研究。目的在于发现交易的潜在风险，以此为据决定并购交易是否可行，并对有关风险做出相应的应对措施。从LP的角度来看，基金管理团队的能力、业绩记录、成交量、投资策略、税收和法律分析等，都是需要在尽职调查阶段进行详细分析的。

门槛收益率

投资者对一项投资所要求的最低收益率。如果收益率低于这一要求的收益水平，投资者不应予以投资。门槛收益率也称为优先回报率。

内部收益率

这是衡量私募股权基金管理人投资业绩的一项指标。简单来说，是指使投资的净现值（NPV）为零的折现率。它是在考虑了折旧的基础上，已实现现金分配的总额和未实现分配的投资的当前价值。

另类资产

有别于传统资产类别的那些资产，包括私募股权、对冲基金、基础设施和房地产投资。与传统资产类别相比，另类资产的投资风险更高，但其回报率在理论上也更高。

资产配置

将一个投资组合分成不同资产种类，突出表现为如何在不同类型的投资或资产中配置资金。

资金承诺

私募股权中的每一位投资人承诺在一定期限内投资一定的资金，基金把上述金额记录为LP的资金承诺，基金的LP只有进行资金承诺才能成为LP。

普通合伙人

私募股权基金的基金管理人，同时也指平常意义上的私募股权投资公司。

有限合伙人

向私募股权基金提供资金的机构或者个人投资者，通常包括养老基金、保险公司、资产管理公司、家族办公室、母基金、政府引导基金、上市公司等。

有限合伙协议

在有限合伙关系下规定协议和条款的关键性法律文件。

有限合伙

私募股权领域的典型投资工具。有限合伙关系有固定的生命周期，通常为10年。在有限合伙关系下，GP代表投资者的利益进行投

资、监测并最终实现退出。GP一般会投资合伙基金3~5年的时间。LP则一直投资于该基金。在这种情况下，合伙关系在一定程度上可以用来确保所有的投资都能实现。当全部投资都结束时，有限合伙关系便会终止。

基金的交割

一只基金在募集阶段可以多次交割。如果一只基金宣布已经完成首次或者第二次交割，这并不意味着该基金不再寻求新的投资。在募集阶段，基金管理人可以宣布基金关闭——开始利用筹集到的资金进行投资，只有当公司宣布永久关闭时才不接受新的投资者。

利润分配

这是私募股权基金中每位投资人都应该获得的回报，表现为投资收益减去支出而获得的资本收益。一旦LP收回了投资成本，其进一步的收益就会表现为利润。合伙协议规定了利润分配的时机，同时规定了利润如何在LP和GP之间进行分配。

管理费用

LP每年付给GP的管理费。一般情况下，是LP承诺资金的一定比例，用来覆盖GP运营和管理基金所需成本。管理费用通常为1.5%~2.5%，并且会随着基金运营后期GP工作量的递减而逐渐降低。

管理层收购

现有的管理层收购本企业大部分股权，有时候会和财务投资者进行合作。

最低承诺

LP需要投资于基金的最低资金规模，该数字可能会因为私募股权公司的不同而有很大差异。

回报倍数

通常指收购或者退出的回报倍数，等于收购或者退出价格除以收入。与内部收益率一样，回报倍数是用来衡量基金投资业绩的重要指标。

PIPE

PIPE是指私募股权投资已上市公司股份，包括向私募股权投资者出售公开市场交易的股票、优先股或可转换债券。

私募股权 二级市场

是为私募股权提供交易的市场。私募股权基金的初始投资人试图将手中的权益变现时，需要在这个市场进行交易，出售的目的多种多样，例如需要流动资金，投资战略或者关注的焦点改变了，资产组合公司需要再平衡等。

风险投资基金

投资于初创企业，尤其是高新技术企业。特点是投资金额小且为少数股权投资，具有高风险和高回报。

成长型基金

投资于高速扩展期企业，特点是投资规模中等，一般占有少数股权，风险和回报情况适中。

并购基金

专注于对目标企业进行并购的基金，其投资手法是通过收购目标企业股权，获得对目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组改造，持有一定时期后再出售。其主要投资于成熟行业中的成型企业，特点是投资规模大，通常为并购控股，风险可控且回报稳定。

夹层基金

提供的是介于股权与债权之间的资金，其作用是填补一项收购在考虑了股权资金、普通债权资金之后仍然不足的收购资金缺口，通常是杠杆收购特别是管理层收购（MBO）中的一种融资来源。

不良资产投资基金

主要是对处于财务状况恶化、濒临破产或者刚经过重组的受压公司的投资。

基金成立年份

私募股权基金用募集到的资金第一次进行投资的年份。

基金规模

在基金最终交割时基金所筹集资金的金额。

基金募集

私募股权基金根据承诺金额要求LP支付资金的过程。基金管理人一般会在筹集的初期设定一个目标，并且声明在筹集到相应的金额后就停止募集。基金管理人一般会委托基金募集机构来管理筹资的过程。

追加投资

公司一般需要多轮投资，如果一家基金管理人已经投资了一家特定的企业，并且在后期提供了额外的资金，那么这是一笔追加投资。

IPO

首次公开募股（Initial Public Offering，简称IPO），指一家企业或公司第一次将它的股份向公众出售。IPO是私募股权公司实现退出的一种重要方式。

机构投资者

投资规模庞大的机构，例如银行、保险公司、养老基金、捐赠基金、政府引导基金和上市公司等。机构投资者受保护性条款约束更少，因为人们默认这些机构在投资上更具能力来更好地保护它们自己。机构投资者在私募股权行业中占到了大部分比例。

投资期

私募股权基金交割后GP进行投资的最初一段时间，投资期的长短各不相同，一般为3~5年。

J曲线

基金的内部收益率在刚开始的一个阶段较低，主要是因为初期所付出的成本造成的。随着公司运营步入正轨并开始盈利，它的内部收益率会随之上升。如果把这个收益率按照时间轴绘制出来会类似“J”的形状。

关键人条款

当部分关键人物不能为基金服务时（如为其他基金服务）用来保护LP的条款。当关键人条款被触发时，GP会被禁止参与基金的活动。

杠杆收购

企业利用负债和权益融资进行的收购。杠杆意味着在收购中债务比重高于权益。通常情况下，被收购公司的资产会被用作抵押。

私募备忘录

归纳向投资者进行私募股权投资时具体条款的营销文件。在资金募集阶段，这是一份关键性的文件，因为此文件设定了基金的投资策略、具体的管理费用、过往业绩、投资主题以及其他条款。

PPP模式

PPP模式是公私合作模式，鼓励中国的私营企业、民营资本与政府进行合作，参与公共基础设施的建设。

共同投资

如果私募股权基金中的LP有共同投资的权利，其可以直接投资于与私募股权基金有股权关系的其他企业。这样LP投资人可以有两个独立的渠道对企业进行持股，一是间接地通过基金持股，二是直接持股。

参考文献

1.[美]勒纳，利蒙，哈迪蒙。《风险投资、私募股权与创业融资》[M].路跃兵，刘晋泽，译，北京：清华大学出版社，2015年8月。

2.[德]马提亚斯·君德尔，布庸·卡佐克，私募股权融资工具与投资方式[M].吕巧平，译，北京：中信出版社，2011年3月。

3.保监会，保险资金投资股权暂行办法[M].2010年9月。

4.保监会，关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知[M].2012年7月。

5.保监会，中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知[M].2014年12月。

6.保监会，关于设立保险私募基金有关事项的通知[M].2015年9月。

7.波士顿咨询公司，兴业银行私人银行，中国私人银行2015：千帆竞渡、御风而行[M].2015年8月。

8.国务院，国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见[M].2014年8月。

9.国家发展改革委员会，财政部和商务部，关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见[M].2008年10月。

10.李晓，LP如何评价GP？——团队和业绩[J].剑桥协会，2016年2月。

11.李晓，为什么捐赠基金模式如此受追捧？[J].剑桥协会，2016年5月。

12.李晓，如何在海外投资中获取高收益[J].剑桥协会，2016年8月。

13.浦发银行，私募股权二级市场及中国LP市场的展望[J].中国私募股权投资人白皮书，2014年2月。

14.清科集团，2015年中国股权投资LP市场与财富管理市场发展分析报告[M].2015年3月。

15.清科研究中心，中国私募股权投资市场LP年度研究报告[M].2014.

16.清科研究中心，私募股权投资业十年华丽飞跃，2014开启中国股权投资时代[M].2015年4月。

17.清科研究中心，2014年中国私募股权投资市场LP年度研究报告[M].2015年3月。

18.石育斌，中国私募股权二级市场实务操作指南[M].北京：法律出版社，2011年9月。

19.石育斌，中国私募股权投资人权益保护指南[M].北京：法律出版社，2012年1月。

20.石育斌，当前中国LP选择PE时的乱象与危机[J].2016年8月。

21.史蒂夫，耶鲁基金的大类资产配置详解[J].雪球，2016年4月。

22.投中研究院，2015年私募股权投资基金LP研究报告[M].2015年10月。

23.投中研究院，2016年私募股权投资基金LP研究报告[M].2016年6月。

24.韬睿惠悦，养老金投资，2015年全球300大养老基金排行[M].2016年9月。

25.王忠民，私募股权投资创造着有未来的实体经济[M].第七届全球PE北京论坛，2015年11月。

26.杨金梅，解构私募——私募股权投资基金委托代理问题研究[M].北京：中国金融出版社，2009年11月。

27.杨幸鑫，LP视角下中国私募股权基金资产配置和投资决策研究[D].清华大学，2015年6月。

28.于佳，基于投资人视角的中国私募股权投资研究[D].南开大学，2012年6月。

29.赵迎，GP&LP有限合伙制利益对接[M].领航基金投资咨询，2010年4月。

30.邹菁，私募股权基金的募集与运作（第4版）[M].北京：法律出版社，2014年5月。

31.Adams Street Partners.Private Equity Investment Risk Control and Portofolio Analysis.2013, 5.2

32.Axelson, U., Stromberg, P.J., Jenkinson, T., and Weisbach, M.S., Leverage and Pricing in Buyouts:An Empirical Analysis, EFA 2009 Bergen

Meetings Paper, 2009

33.Cochrane, J., The risk and return of venture capital, Journal of Financial Economics, 2005, 75, 3-52.

34.C.McGrady and B.Heffern, Mid-Year 2008 Secondary Market Pricing and Outlook:Secondary Pricing Declines with Public Market Drop, Cogent Partners, 2008

35.Cumming, D., Fleming, G., and Schwienbacher, A., The Structure of Venture Capital Funds, Handbook of Research on Venture Capital, 2007

36.Cumming, D., Siegel, D.S., Wright, M.Private equity, leveraged buy-outs and governance.Journal of Corporate Finance, 2007, 13:439-460

37.David F.Swensen, Pioneering Portfolio Management, 2015

38.David Barboza, Loving a Stock, Not Wisely But Too Well.New York Times, 1998, sec.3

39.Eli Talmor and Florin Vasvari, International Private Equity, 2011

40.Ellis, Successful Investing, 2000

41.Fleming, G., Institutional Investment in Private Rquity:Motivations, Strategies, and Performance, in D.Cumming（Ed.）, Private Equity:Fund Types, Risks and Returns, and Regulation, John Wiley & Sons Ltd, 2010

42.Gompers, P.A., and Lerner, J., The Use of Covenants:An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements, Journal of Law and Economics, 1996, 39（2）, 463-498

43.Gompers, P.A., and Lerner, J., An Analysis of Compensation in the US Venture Capital Partnership, Journal of Financial Economics, 1999, 55（3）

44.Harvard University, Manageing Havard's Endowment, 1990

45.IPEV, International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, 2009

46.Jensen, M., Eclipse of the Public Corporation, Harvard Business Review, 1989, 67, 60-70

47.Johnson, S., Investors facing private equity trap, Financial Times, 2009 Josh Lerner, Ann Leamon and Felda Hardymon, Venture Capital, Private Equity and Financing of Entrepreneurship, 2012

48.Josh Lerner, Antoinette Schoar and Wan Wong, Smart Institutions, Foolish Choices?The Limited Partner Performance Puzzle, Harvard University, National Bureau of Economic Research, and MIT, 2005:1516

49.Kaplan, S.N., and Stromberg, P., Leveraged Buyouts and Private Equity, Journal of Economic Perspectives, 2009, 23（1）:121-146

50.Kaplan, S.N., and A.Schoar, Private equity performance:Returns, persistence, and capital flows, Journal of Finance, 2005, 60, 1791-1823.

51.Keynes, General Theory, 157-158

52.Konkel, T., Secondary prices:A rising tide, The Private Equity Analyst Guide to the Secondary Market, 2004

53.Lerner, J., Schoar, A., and Wan Wongsunwai, Smart institutions, foolis hchoices:The limited partner performance puzzle, Journal of Finance, 2007, 62（2）, 731-764.

54.LGT Capital Partners, General Private Equity Knowledge, 2013

55.LGT Capital Partners, Secondary presentation for CLPA, 2012

56.Metrick, A., and Yasuda, A., The Economics of Private Equity Funds, Reviewof Financial Studies, 2010, 23（6）, 2303-2341

57.Meyer, T., and Mathonet, P-Y., Beyond the J Curve:Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds, Wiley Finance, 2005

58.Penn, L.and Welsch-Lehmann, A.O., The Private Equity Analyst Guide to the Secondary Market, 2004

59.Phalippou, L., Beware of venturing into private equity, Journal of Economic Perspectives, 2009, 23（1）, 147-166.

60.Phalippou, L., and Gottschalg, O., The performance of private equityfunds, Review of Financial Studies, 2009, 22（4）, 1747-1776.

61.Pierre-Yves Mathonet, Gauthier Monjanel.Valuation Guidelines for Private Equity and Venture Capital Funds:A Survey.2007

62.Preqin, The 2014 Preqin Private Equity Secondaries Review, 2014

Preqin, Preqin Secondary Market Monitor Online, 2014

63.Preqin, 2015 Preqin Fund of Funds Review, 2015

64.Preqin, 2015 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report, 2015

65.Private Equity Analyst, August 2006:32

66.Soulignac, C.The Private Equity Analyst Guide to the Secondary Market, 2004

67.Soulignac, C.Measuring performance as the secondary market evolves, Guide to the Secondary Market, Dow Jones, 2007

68.Yale University, Report of the Treasure, 1965-1966, ser.62, no.19（New Haven:1966）:6-7

致谢

作为LP智库历时三年的首部著作，《私募股权LP：配置策略、投资实践与管理之道》的完成凝结了许多人的心血，本书的顺利出版，离不开各有关方面的大力支持和帮助，在此表示衷心感谢。

首先，本书的出版发行得到了中信出版社的大力支持，特别是出版社副总编辑季红女士对全书的主题策划、系统结构提出了宝贵的意见和建议，在此表示由衷的感谢。

其次，要衷心感谢初稿写作中相关人士的帮助，尤其是中国建设银行总行的许月女士，在本书创作中的前期文稿整理、案例分析撰写和后期校稿中给予的巨大贡献，使得本书能够及时出版。与此同时，还要感谢中华股权投资协会公共政策与研究总监国立波先生，他在本书前期资料搜集和全书框架讨论中给予的宝贵建议让本书的案例更为丰富。感谢清华大学经济管理学院刘淳副教授、LGT资本的董事总经理方远先生、投资经理朱奕晨先生在本书部分专题研究中所提供的私募股权投资行业经验和充实的投资数据库资源。此外，由衷地感谢中国股权投资基金协会秘书长李伟群博士所组织的2016全球LP投资策略研讨会，通过国内外LP专家的研讨交流，为本书的撰写提供了新的思路。

最后，要感谢为本书写序、推荐点评的各位领导、专家学者的大力支持，正是你们的积极鼓励和热心帮助才能让本书与更多的读者分享。需要特别感谢伦敦商学院的埃利·塔尔莫尔（Eli Talmor）教授对本书的悉心指导，他提供了丰富的理论知识和案例材料，让本书的专业性大大增强。

为尊重知识产权，我们在撰写文稿时注明了所参考和应用的文献资料出处和来源。尽管如此，在搜集资料和编撰过程中依然可能存在一些疏漏，敬请业界人士和单位对书中存在的疏漏给予谅解。

由于时间关系和经验不足，本书难免存在不当和错误之处，欢迎广大读者朋友提出批评和宝贵的建议。